

**13 août 2015**

**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  
les mercredi 15 et jeudi 16 juillet 2015

.....

**Mario Draghi**  
**Président de la Banque centrale européenne**

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

### *Les évolutions des marchés financiers*

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

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 2 et 3 juin 2015, les marchés financiers ont de nouveau été caractérisés par une volatilité induite en partie par l'incertitude sur les évolutions en Grèce. L'Eurosystème a néanmoins poursuivi sans difficulté la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs (APP) modérément anticipé avant l'été, conformément à ce qui avait été annoncé.

S'agissant tout d'abord des marchés obligataires de la zone euro, la période autour de début juin 2015 a été caractérisée par un second épisode de ventes massives, après le premier qui avait été observé entre fin avril et mi-mai. Entre le 1<sup>er</sup> et le 10 juin, les rendements de l'emprunt public à trente ans allemand ont augmenté de 64 points de base, à 1,79 %, tandis que ceux des obligations de référence à dix ans ont progressé de 52 points de base, à 1,06 %, et, le 10 juin 2015, ils ont atteint leur plus haut niveau depuis septembre 2014. Les évolutions les plus importantes ont concerné les échéances longues, entraînant une nouvelle pentification de la courbe des rendements, tandis que la partie courte de la courbe est demeurée bien ancrée. Les rendements obligataires de plusieurs autres pays de la zone euro ont également été affectés, mais dans une moindre mesure. Sur la même période, les rendements des emprunts d'État à dix ans et à trente ans espagnols, italiens et portugais ont augmenté de 44 points de base en moyenne, entraînant une réduction des écarts de rendement de 20 points de base environ pour les obligations à trente ans.

Selon les intervenants de marché, les deux épisodes de ventes massives ont résulté pour partie d'une surévaluation des emprunts d'État de la zone euro lorsqu'ils sont évalués à l'aune des mesures de valorisation classiques. Par ailleurs, les prises de position à sens unique sur le marché liées au programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) et l'amélioration des perspectives macroéconomiques et des perspectives d'inflation pour la zone euro ont également pu contribuer à ces épisodes. La volatilité accrue a, quant à elle, contribué à provoquer des ventes forcées de la part des investisseurs soumis à des contraintes de gestion du risque. De plus, le point bas atteint plus tôt dans l'année par les rendements des emprunts publics à dix ans de la zone euro a coïncidé avec une augmentation significative des émissions d'obligations, les sociétés non financières (SNF) et les États ayant profité de l'environnement favorable pour se financer à long terme.

En dépit des conditions de marché volatiles, l'Eurosystème a continué de procéder sans difficulté à une anticipation modérée des achats d'actifs, et, en conséquence, les portefeuilles de l'Eurosystème au titre de l'APP ont augmenté de 63,2 milliards d'euros en juin, après une hausse comparable en mai. Cette anticipation des achats devait être replacée dans le contexte de la diminution habituelle de l'activité de marché durant les périodes de vacances, notamment en août et en décembre, au cours desquelles interviendrait, comme cela a été déclaré à plusieurs reprises, une réduction correspondante des achats d'actifs. L'éventail des titres éligibles dans le cadre du PSPP a été élargi par l'ajout de 13 entités du secteur public à la liste des agences éligibles, avec effet à compter du 2 juillet 2015. De plus, également avec effet à cette date, à la suite du résultat positif de l'examen par le Conseil d'administration du Mécanisme européen de stabilité, les emprunts publics chypriotes sont devenus éligibles aux achats dans le cadre du PSPP, conformément à la décision de la BCE du 4 mars 2015 relative au programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires (BCE/2015/10). Les achats effectués dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) se sont élevés à 10,2 milliards d'euros en juin et la valeur comptable des avoirs au titre du CBPP3 s'est établie à 95 milliards d'euros à fin juin, la part des achats effectués sur le marché primaire représentant 17,6 %. Les gestionnaires de portefeuille ont déclaré que les achats d'obligations sécurisées devenaient plus difficiles. Plusieurs facteurs ont contribué à cette situation. Premièrement, l'offre d'obligations sécurisées de la zone euro s'est ralentie depuis fin mai et est restée relativement faible par rapport aux années précédentes. Deuxièmement, la période de volatilité a renforcé le statut de valeur refuge des obligations sécurisées, également conforté par le régime réglementaire favorable dont elles bénéficient, notamment le non renflouement interne dans le cadre de la directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires. Les obligations sécurisées ont par conséquent bénéficié de la « fuite vers la qualité », ce qui a peut-être dissuadé certains investisseurs de réduire leurs positions sur ce type de titres au profit d'autres actifs présentant une meilleure valeur relative.

En ce qui concerne les achats de titres adossés à des actifs (ABS), l'Eurosystème a procédé à des achats à hauteur de 1,6 milliard d'euros en juin, portant la valeur comptable des avoirs détenus dans le cadre du programme d'achats d'ABS à 8,8 milliards à la fin de ce mois, la part des achats sur le marché primaire représentant 25 %.

Les achats d'actifs par l'Eurosystème ont été l'un des deux principaux facteurs à l'origine de l'augmentation de l'excédent de liquidité dans la zone euro, avec une injection nette de 81 milliards d'euros réalisée par le biais des portefeuilles de politique monétaire depuis la dernière réunion de politique monétaire. Le second facteur important a été le règlement de la quatrième opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO), qui a permis d'apporter 74 milliards d'euros de liquidité le 24 juin 2015. En tenant compte de tous les facteurs, l'excédent de liquidité a augmenté de

100 milliards d'euros depuis la réunion de politique monétaire de début juin et est actuellement supérieur à 400 milliards.

Sur le marché monétaire de la zone euro, la baisse des taux d'intérêt a été limitée, en dépit de la forte augmentation de l'excédent de liquidité. L'Eonia s'est établi à - 11,8 points de base en moyenne depuis le début de la période de constitution des réserves actuelle, contre - 9,8 points de base au cours de la période précédente. Dans l'ensemble, les taux à court terme du marché monétaire sont restés globalement stables et n'ont pas été affectés par la réévaluation des marchés obligataires et par l'incertitude liée à la Grèce.

Concernant la Grèce, la décision inattendue d'organiser un référendum prise par le premier ministre grec le 27 juin 2015 et la victoire du « Non » lors du vote le 5 juillet ont entraîné une révision significative des prix des obligations d'État grecques, notamment sur les échéances courtes. Par la suite, l'accord conclu par les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro le 13 juillet 2015 s'est accompagné d'un fort rebond de la valeur des obligations grecques. Les événements en Grèce ont eu des effets de contagion sur les marchés des obligations et des actions de la zone euro mais, dans l'ensemble, la contagion aux autres pays de la zone a été limitée. Après la conclusion de l'accord sur la Grèce le 13 juillet, les principaux indicateurs financiers pour la zone euro se sont globalement redressés. Les analystes de marché ont toutefois indiqué que les risques n'avaient pas entièrement disparu, compte tenu des défis importants associés à la négociation et à la mise en œuvre d'un troisième programme d'ajustement économique pour la Grèce.

Par ailleurs, sur les marchés monétaires, aucun signe de contagion aux banques n'a été observé dans les pays plus vulnérables et des conditions de financement normales ont été rapportées. De même, l'écart de taux Euribor-OIS à terme, une mesure du risque de crédit, n'a que très légèrement augmenté et est revenu par la suite à des niveaux proches de ceux qui prévalaient avant l'annonce du référendum.

Sur le marché des changes, la valeur de l'euro est demeurée relativement stable en termes nominaux et effectifs. La volatilité implicite a augmenté seulement temporairement et il n'y a pas eu de signe de tensions accrues sur le *basis swap* EUR/USD. Les positions courtes sur l'euro sont demeurées faibles, les intervenants de marché indiquant que les *hedge funds* se montraient peu enclins à se positionner.

Les évolutions sur les marchés boursiers ont été principalement dominées par les négociations avec la Grèce. Les actions européennes ont enregistré les variations les plus importantes, baissant fortement après la rupture des négociations et le référendum, mais effaçant les pertes après la conclusion d'un accord sur la Grèce le 13 juillet. Les actions américaines et asiatiques ont affiché un profil d'évolution des cours analogue à celui des actions européennes, ainsi que de la volatilité.

Enfin, en ce qui concerne les évolutions sur les marchés internationaux, après l'accord sur la Grèce le 13 juillet, l'attention a semblé se déplacer vers la Chine et les États-Unis. En Chine, l'indice composite de

la bourse de Shanghai (*Shanghai Composite Index*) a chuté de plus de 20 % depuis le 12 juin 2015, après avoir progressé de plus de 150 % en moins d'un an, dans un contexte d'inquiétudes croissantes quant à la valorisation des marchés boursiers chinois. La Banque populaire de Chine a réagi à ce recul en abaissant les taux d'intérêt de référence et en réduisant les réserves obligatoires. Les évolutions sur les marchés financiers chinois sembleraient avoir exercé des pressions sur les prix des matières premières. Les cours du *Brent* ont diminué depuis le 1<sup>er</sup> juin, enregistrant une baisse de plus de 12 % à leur point bas. Selon les analystes de marché, les chances accrues de parvenir à un accord dans les négociations avec l'Iran sur la question nucléaire ainsi que le rapport de l'Agence internationale de l'énergie indiquant une offre de pétrole excédentaire ont également contribué à la baisse des cours.

### *L'environnement international et les 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.

Après un ralentissement du rythme de l'expansion économique début 2015, les enquêtes les plus récentes ont indiqué que l'économie mondiale avait renoué avec une reprise modérée et inégale au deuxième trimestre. La moyenne de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) de la production mondiale pour le deuxième trimestre 2015 a légèrement fléchi par rapport au trimestre précédent, mais elle reste supérieure au niveau observé au quatrième trimestre 2014. Dans le même temps, les PMI trimestriels ont baissé dans les principales économies de marché émergentes. La dynamique des échanges commerciaux internationaux est restée faible, le volume des importations mondiales ayant continué de baisser, de 1,1 % en glissement sur trois mois en avril, mais à un rythme plus modéré qu'au premier trimestre. Cette évolution a reflété principalement l'atonie persistante de l'activité dans les économies de marché émergentes. La hausse annuelle de l'IPC dans les pays de l'OCDE s'est accentuée, passant de 0,4 % en avril à 0,6 % en mai. Hors produits alimentaires et énergie, elle est restée inchangée à 1,6 % en mai.

Depuis début juin, les cours du *Brent* ont baissé de 9 % (10 % en euros) pour s'établir à 57 dollars le baril le 14 juillet, tandis qu'on observait également un recul des prix des métaux. En ce qui concerne les évolutions des taux de change, l'euro est resté pratiquement stable depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début juin.

Les données les plus récentes relatives à la zone euro continuent de faire état d'une reprise économique en cours, généralisée et modérée. La croissance du PIB en volume a été confirmée à 0,4 %, en rythme trimestriel, au premier trimestre 2015. La demande intérieure a continué d'être le principal moteur de la

croissance de la production, avec une contribution de 0,5 point de pourcentage, une certaine généralisation de la reprise se reflétant dans le redressement de l'investissement. En revanche, les exportations nettes ont apporté une contribution négative (de - 0,2 point de pourcentage).

La production industrielle hors construction a reculé de 0,4 % en glissement mensuel en mai, s'inscrivant 0,2 % au-dessous de son niveau moyen du premier trimestre, mais des facteurs saisonniers et statistiques pourraient expliquer en partie cette baisse. À l'inverse, un fort rebond de l'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro en avril a laissé penser que le fléchissement des nouvelles commandes au premier trimestre devait être de courte durée, et il constitue un facteur positif pour la production industrielle au cours de la période à venir.

Les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en juin confirment une poursuite de la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2015. Après les baisses observées en avril et en mai, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production a augmenté en juin, reflétant les évolutions du secteur manufacturier, ainsi que de celui des services, et faisant plus que compenser la baisse des deux mois précédents. En parallèle, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne a fléchi en juin, après deux mois de stabilité. L'indice des directeurs d'achat et l'ESI se sont tous deux améliorés entre le premier et le deuxième trimestre et ils sont restés supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives en juin.

S'agissant de la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie de la zone euro, un grand nombre d'estimations et d'indicateurs ont fait état d'un degré d'incertitude élevé tout en signalant en général des niveaux de sous-utilisation importants. Pour les prochaines années, on prévoit un resserrement de l'écart de production et un redressement de la croissance potentielle.

La consommation devrait demeurer le principal facteur à l'origine de la reprise dans la zone euro, les baisses antérieures des prix du pétrole soutenant le pouvoir d'achat des ménages. La croissance du revenu disponible réel s'est fortement redressée dans l'ensemble de la zone euro au premier trimestre 2015, s'inscrivant à 2,2 % en glissement annuel, et a été généralisée dans les principales économies de la zone. Cependant, on constate toujours une très forte hétérogénéité entre les différents pays concernant l'évolution à long terme du revenu réel. L'investissement est aussi devenu de plus en plus un moteur de la reprise. On peut s'attendre par la suite à une poursuite de la reprise de l'investissement compte tenu des conditions financières favorables et de prix de l'énergie plus bas, tandis que les bénéfices non distribués nets en pourcentage de la valeur ajoutée sont restés élevés. Les marchés du travail sont encore relativement faibles, mais ils se sont globalement améliorés. L'emploi a encore progressé, de 0,1 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2015, tandis que le taux de chômage est resté inchangé à 11,1 % entre avril et mai. Les données disponibles tirées d'enquêtes indiquent la poursuite d'une croissance modérée de l'emploi pour la période à venir. Concernant les prévisions de PIB en volume, de

nouvelles informations tirées de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) sont devenues disponibles, avec un léger déplacement vers le haut de la distribution des probabilités agrégées.

Concernant les évolutions de prix dans la zone euro, la hausse annuelle de l'IPCH a légèrement fléchi d'après Eurostat, de 0,3 % en mai à 0,2 % en juin. Cette baisse, qui a suivi quatre mois consécutifs de hausse, résulte essentiellement d'effets de calendrier affectant la composante services en mai. Pour cette raison, l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressorti à 0,8 % en juin après 0,9 % en mai, malgré un nouveau renforcement de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie. Toutefois, une certaine incertitude demeurerait sur la question de savoir si la remontée de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie par rapport au taux historiquement bas de 0,6 % en avril correspondait à un retournement.

Dans ce contexte, il peut être utile d'observer différentes mesures de l'inflation sous-jacente, car elles font abstraction des variations à court terme des indices spécifiques et permettent de saisir les évolutions tendancielles de l'inflation. Il a été fait référence, par exemple, à une mesure fondée sur un modèle à facteur dynamique qui cherche à déterminer la part persistante des taux d'inflation commune aux différentes composantes de l'IPCH. Il a aussi été fait référence à un indice de diffusion qui représente la part des composantes de l'IPCH dont le taux de variation annuel a augmenté sur trois mois. En outre, le taux de croissance annualisé sur six mois, corrigé des variations saisonnières, de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie pourrait contribuer à éclairer les évolutions les plus persistantes de ces derniers mois. Globalement, les taux d'inflation fondés sur ces mesures ont augmenté depuis le début de l'année, mais des données supplémentaires auraient été nécessaires pour conclure avec certitude que les évolutions de l'inflation ont atteint un point d'inflexion.

Les données les plus récentes relatives aux coûts de main-d'œuvre et aux marges bénéficiaires indiquent à ce stade une stabilisation des tensions d'origine interne sur les prix. Le taux de variation annuel du déflateur du PIB a légèrement augmenté, ressortant à 1,0 % au premier trimestre 2015, après 0,9 % au trimestre précédent. Cette évolution reflète une plus forte contribution des profits par unité de production, qui a été contrebalancée par une moindre contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'accélération de la croissance de la productivité ayant été plus forte que celle de la rémunération par tête. Entre le quatrième trimestre 2014 et le premier trimestre 2015, la croissance annuelle des salaires dans la zone euro s'est accentuée, passant de 1,3 % à 1,5 % quand elle est mesurée par la rémunération par tête, et de 1,1 % à 1,6 % quand elle est mesurée en heures travaillées.

La répercussion des variations de taux de change sur l'inflation sous-jacente semble se dérouler conformément aux anticipations et est principalement perceptible en amont de la chaîne de tarification, les prix à l'importation des biens de consommation et des biens intermédiaires ayant fortement augmenté

ces derniers mois, parallèlement à la dépréciation de l'euro. Toutefois, les tensions d'origine interne en amont de la chaîne des prix sont restées modérées.

Des signes d'un retournement de tendance des tensions inflationnistes sont également apparus dans les données d'enquêtes disponibles. Bien que les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives aux prix des intrants et des produits finaux pour juin aient en général légèrement baissé (à l'exception des prix à la production dans le secteur manufacturier), leurs niveaux étaient supérieurs à ceux du début de l'année, les prix des consommations intermédiaires dans le secteur manufacturier et dans les services étant nettement plus élevés. Plus en aval de la chaîne des prix, les anticipations relatives aux prix de vente dans les principaux secteurs de l'économie de la zone euro ont continué de s'améliorer. En particulier le solde en pourcentage pour les services a atteint une valeur supérieure à sa moyenne de long terme, tandis que les soldes en pourcentage pour le secteur industriel et le commerce de détail sont demeurés inférieurs à leurs moyennes respectives de long terme. .

S'agissant des prévisions récentes de hausse de l'IPCH dans la zone euro, l'EPP du troisième trimestre 2015 a révisé légèrement à la hausse ses prévisions pour 2015 et 2016, à 0,2 % et 1,3 %, respectivement, mais a laissé pratiquement inchangée celle de 2017, à 1,6 %. En ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro, les mesures tirées d'enquêtes comme celles fondées sur les marchés sont en légère hausse. Selon l'EPP la plus récente, le taux d'inflation attendu à cinq ans a été révisé à la hausse à 1,86 %, après 1,84 % au deuxième trimestre. Le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans s'est inscrit juste au-dessus de 1,8 % le 14 juillet 2015, niveau supérieur à la moyenne de 1,6 % de début janvier.

En ce qui concerne les conditions monétaires et financières, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est nettement pentifiée sur les horizons à moyen et long terme. Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés n'ayant pas sensiblement évolué, cette accentuation se reflète dans une hausse des taux d'intérêt réels.

Le flux global du financement externe des SNF de la zone euro a encore augmenté au premier trimestre 2015, après le redressement constaté en 2014, reflétant les évolutions positives des prêts consentis aux SNF par les institutions financières monétaires (IFM) et par les non-IFM, ainsi que la persistance d'émissions nettes d'actions cotées et de titres de créance par les SNF. Les données mensuelles montrent que le financement de marché s'est nettement ralenti en mai 2015, tandis que les prêts bancaires ont poursuivi leur progression. En conséquence, le flux global du financement externe des SNF devrait s'être stabilisé au deuxième trimestre 2015.

Le taux débiteur composite des banques pour les SNF a encore diminué, de 6 points de base, pour s'établir à 2,24 % en mai. Selon les estimations, le coût nominal global du financement externe pour les



SNF de la zone euro a encore légèrement augmenté en juin, en raison essentiellement du coût plus élevé de l'émission d'actions.

En ce qui concerne les évolutions de la monnaie et du crédit, les dernières données pour mai confirment le caractère soutenu de la dynamique monétaire. En mai, le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large M3 est ressorti à 5,0 %, après 5,3 % en avril. La croissance de M3 continue d'être tirée par M1, dont la progression annuelle s'est encore accentuée en mai, à 11,2 % après 10,5 % en avril, reflétant le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides ainsi que les flux entrants de l'APP et des TLTRO.

De nettes améliorations du coût du financement bancaire pour les SNF ont été constatées depuis mai 2014, avant le train de mesures d'assouplissement du crédit adopté par la BCE en juin 2014. Il a diminué de 67 points de base, tandis que le taux appliqué aux opérations principales de refinancement a fléchi de 20 points de base et l'Eonia de 35 points de base sur la même période.

Les TLTRO ont contribué à accroître le volume de l'excédent de liquidité. Le montant brut total des quatre TLTRO menées jusqu'à présent s'élève à 384 milliards d'euros, et ces opérations ont manifestement produit des effets tangibles d'assouplissement des conditions de financement de l'économie réelle.

La dynamique des prêts s'est redressée, mais elle demeure faible. Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé, en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a légèrement augmenté pour s'inscrire à 1,0 % en mai. Le taux de variation annuel des prêts consentis aux SNF, en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a été légèrement positif en mai, s'établissant à 0,1 % après - 0,1 % en avril. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages, en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a progressé de manière marginale, ressortant à 1,4 %, après 1,3 % en avril.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2015 a montré que la reprise des prêts aux entreprises a été favorisée à la fois par l'assouplissement des conditions d'offre de crédit et par la hausse de la demande. Du côté de l'offre, l'assouplissement net des critères d'octroi du crédit s'est poursuivi, à un rythme moins soutenu cependant, sous l'effet notamment de l'intensification des pressions concurrentielles. La tolérance au risque est le seul facteur ayant contribué à un resserrement de ces critères. Du côté de la demande, la nette amélioration résulte essentiellement du bas niveau des taux d'intérêt. La FBCF a également contribué à l'augmentation de la demande, soutenant davantage encore la reprise des prêts.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, aucun changement significatif n'a été constaté par rapport à la situation lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs début juin. Après une

période d'importantes mesures d'assainissement, l'orientation budgétaire dans la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre.

### *Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Praet a noté que les données devenues disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs début juin confirmaient globalement les anticipations. La croissance du PIB en volume dans la zone euro concorde avec une reprise généralisée et modérée, mais il existe des risques à la baisse. Les perspectives d'évolution des prix à moyen terme sont également demeurées pratiquement inchangées. S'il est encore trop tôt pour confirmer que l'inflation sous-jacente a atteint un point de retournement, les principaux facteurs d'un redressement semblent évoluer globalement comme prévu. La récente faiblesse des cours du pétrole a exercé de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation totale à court terme, mais les taux d'inflation devraient augmenter vers la fin de l'année. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen terme ont regagné une partie du terrain perdu depuis l'été dernier. La reprise de la dynamique monétaire et des prêts s'est poursuivie. En recoupant les résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire, on constate une situation cohérente avec les perspectives de hausse graduelle de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Globalement, l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs reste accommodante. En dépit des récentes hausses des taux d'intérêt à long terme du marché, la situation sur les marchés du crédit a continué de s'améliorer, du point de vue à la fois des prix, comme en témoignent les taux débiteurs des banques, et des conditions hors intérêt. On peut noter que l'éventail des instruments de politique monétaire disponibles, notamment les TLTRO, l'APP et les opérations monétaires sur titres, ont préservé l'orientation accommodante de la politique monétaire dans un contexte toujours difficile et exposé à des chocs sur les marchés financiers et à des chocs de confiance, confortant ainsi le diagnostic de référence du Conseil des gouverneurs. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire prises lors de la présente réunion, les perspectives d'évolution de l'inflation à moyen terme dans la zone euro n'ont pas nécessité de reconsidérer l'orientation de la politique monétaire, mais demeurent conditionnelles à la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées. En particulier, le programme étendu d'achats d'actifs devrait se poursuivre comme annoncé, avec les légers ajustements nécessaires pour prendre en compte les périodes de moindre liquidité du marché en août et en décembre.

Dans le même temps, sur la communication, il est nécessaire, compte tenu de l'environnement difficile, de continuer d'indiquer que le Conseil des gouverneurs est déterminé, le cas échéant, à utiliser l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat, comme cela a déjà été mentionné dans les précédents comptes-rendus de réunions de politique monétaire ainsi que dans le communiqué de presse du 28 juin sur le dispositif de fourniture de liquidité d'urgence. En conséquence, il convient de suivre attentivement les évolutions susceptibles d'avoir des implications sur l'orientation de la politique monétaire ou pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

## **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 généralement partagé l'analyse des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données disponibles font état d'une poursuite de la reprise économique modérée, conformément aux anticipations précédentes. Pour l'avenir, la reprise devrait encore se généraliser, comme prévu dans les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, les risques demeurant orientés à la baisse.

Les données récentes confirment globalement la poursuite d'une croissance modérée au deuxième trimestre 2015. Les incertitudes résultant de l'évolution des négociations du programme concernant la Grèce et de la détérioration des conditions économiques et financières dans certaines économies de marché émergentes, plus particulièrement en Chine, n'ont apparemment pas eu d'effet notable sur l'activité économique de la zone euro. Ces éléments témoignent d'une relative robustesse de la reprise en cours, comme le montrent les évolutions dans certains pays.

Dans le même temps, il convient de rester prudent, certaines données récentes étant moins bonnes que prévu. En particulier, le recul de la production industrielle dans la zone euro en mai 2015 (en baisse de 0,4 % par rapport à avril) témoigne de faiblesses et d'incertitudes persistantes concernant les évolutions économiques actuelles, même s'il a été souligné que ces données étaient généralement volatiles et pouvaient avoir été influencées par des effets saisonniers et statistiques. En outre, ces données ont été contrebalancées par la forte augmentation des nouvelles commandes à l'industrie en avril, indiquant des perspectives plus favorables pour la production industrielle au cours des prochains mois.

Pour l'avenir, les membres du Conseil tablent généralement sur la poursuite de l'élargissement progressif de la reprise économique dans la zone euro. Les conditions financières favorables, les progrès réalisés en

matière d'assainissement budgétaire et de réformes structurelles et la nouvelle baisse récente des cours du pétrole, associée aux effets différés des baisses antérieures, sont considérés comme autant de facteurs soutenant la demande intérieure. Les exportations nettes, qui bénéficient d'une meilleure compétitivité-prix et de prix de l'énergie moins élevés, devraient également contribuer à la reprise, même si elles avaient contribué de façon négative à la croissance économique au premier trimestre 2015.

Dans l'ensemble, la reprise dans la zone euro devrait rester modérée et progressive, ce qui est considéré comme décevant aussi bien dans une perspective de long terme que d'un point de vue international, le PIB en volume de la zone euro s'établissant à un niveau proche seulement de celui observé en 2008, alors qu'aux États-Unis, il a connu un rebond significatif.

La balance des risques pesant sur les perspectives économiques pour la zone euro a été jugée comme demeurant orientée à la baisse. Les perspectives relatives aux exportations nettes, tout en bénéficiant du recul des prix de l'énergie et de l'amélioration de la compétitivité-prix, demeurent soumises à des risques à la baisse liés à une inversion possible des évolutions récentes des prix de l'énergie et du taux de change, ainsi qu'à une progression moins élevée que prévu des échanges commerciaux à l'échelle internationale. En particulier, les évolutions financières en Chine pourraient avoir un impact négatif plus important que prévu, étant donné le rôle prédominant de ce pays dans le commerce mondial. Ce risque pourrait être aggravé par des effets d'entraînement négatifs de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis sur la croissance des économies de marché émergentes. Les risques induits par les évolutions en Grèce et les négociations en cours avec les créanciers du pays sont globalement contenus. Il a également été jugé que la récente amélioration des perspectives concernant les négociations pour un troisième programme d'aide financière à la Grèce pourrait contribuer à raffermir la confiance dans la zone euro. Néanmoins, l'échec de ces négociations pourrait avoir une incidence négative sur la confiance et sur l'activité, et une certaine prudence a été exprimée face aux risques de contagion susceptibles d'apparaître dans le cadre de scénarios particulièrement défavorables et qui ne doivent pas être sous-estimés.

Les membres du Conseil ont considéré qu'il était important de continuer d'approfondir l'analyse de la croissance potentielle et de l'écart de production. Il a été rappelé que les estimations de la croissance potentielle étaient entourées d'un niveau élevé d'incertitude et qu'il était nécessaire de recouper attentivement les différentes approches, comprenant les estimations reposant sur une fonction de production et d'autres méthodologies. Dans ce contexte, il a été suggéré d'examiner de plus près le secteur des services, où le degré de sous-utilisation des capacités - bien que difficile à mesurer - semblait relativement faible et où des goulets d'étranglement structurels limitaient la croissance potentielle. Comme cela a été discuté à plusieurs reprises, le rôle de l'investissement serait essentiel pour les perspectives tant de la demande que de la capacité d'offre à plus long terme.

Il a été rappelé qu'une amélioration durable des perspectives de croissance économique, au-delà d'une reprise conjoncturelle, n'était pas du ressort de la politique monétaire mais nécessitait la participation déterminante d'autres composantes de la politique économique, notamment de la politique budgétaire et des réformes structurelles. Il a donc été suggéré de continuer d'approfondir l'analyse et les discussions relatives au processus global de rééquilibrage et d'ajustement entre les économies de la zone euro.

Tout bien considéré, les membres du Conseil ont constaté que la reprise économique prenait forme conformément aux anticipations précédentes du Conseil des gouverneurs et aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Dans le même temps, la balance des risques, tout en restant orientée à la baisse, était considérée comme pratiquement inchangée.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'évaluation des perspectives et des risques présentée par M. Praet dans son introduction. Les perspectives d'évolution des prix n'ont pas sensiblement changé depuis la précédente réunion de politique monétaire de début juin, l'inflation demeurant faible mais devant augmenter plus tard dans l'année, de façon globalement conforme aux anticipations précédentes et aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Les signes indiquant que le taux d'inflation annuel avait atteint un point bas se sont multipliés, même s'il était prématuré d'affirmer que les différentes mesures de l'inflation sous-jacente montraient un point de retournement. Les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les instruments de marché et tirées d'enquêtes ont augmenté depuis le début de l'année, se stabilisant ou continuant de se redresser à partir de début juin.

En ce qui concerne les données les plus récentes, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2 % en mai 2015, conformément aux anticipations précédentes. Il a été remarqué que les dernières données relatives à l'inflation faisaient état d'une hétérogénéité considérable entre les pays. Il a été fait référence à la baisse récente des prix des métaux qui semble ne pas s'être encore répercutée sur les prix des produits manufacturés hors énergie, qui se sont assez fortement redressés.

Il a été souligné que, malgré l'augmentation observée depuis le début de l'année, la hausse des prix à la consommation est restée inhabituellement faible. Dans ce contexte, l'opinion a été émise que le biais éventuel de la mesure de l'inflation devait également être pris en compte et que, par conséquent, le taux d'inflation mesuré actuellement faible, mais positif, pourrait masquer un taux d'inflation « effectivement » négatif dans la zone euro. Dans le même temps, en ce qui concerne la zone euro, les erreurs de mesure ont été atténuées par des améliorations des méthodes statistiques et sont considérées comme très faibles.

Un certain nombre de commentaires ont été formulés à propos des récentes évolutions salariales. Il a été noté que, malgré un redressement récent, les augmentations salariales sont restées modérées dans certains pays si l'on considère les améliorations de la croissance économique et de la situation sur le marché du

travail, ainsi que l'importance des excédents des transactions courantes. Il s'avère donc nécessaire de mieux comprendre le rôle des variations structurelles des pratiques et du comportement de fixation des salaires dans les pays concernés.

Les membres du Conseil ont formulé certaines remarques relatives aux évolutions de l'inflation sous-jacente. Il a été estimé que différentes approches pourraient être utilement explorées afin de déterminer si un point de retournement a été atteint. Ces approches comprennent une étude plus attentive des données microéconomiques, susceptibles de fournir des indications qu'il ne serait pas forcément possible d'obtenir à partir de données agrégées. Globalement, il semble qu'un nombre croissant d'éléments indiquent qu'un point de retournement a effectivement été atteint, même s'il est prématuré d'en tirer une conclusion définitive et si des observations complémentaires sont nécessaires. Il a également été remarqué qu'un point de retournement de la dynamique d'inflation semblait, selon certaines mesures, avoir précédé les décisions de politique monétaire adoptées en janvier. Ce constat a soulevé la question de savoir si les mesures prises en janvier peuvent être considérées comme un élément déclencheur décisif d'un ajustement de l'inflation et des anticipations d'inflation, ou si l'anticipation de ces mesures ou les décisions antérieures de politique monétaire adoptées en 2014 ont constitué les principaux moteurs du retournement, conjointement avec les évolutions des prix de l'énergie et du taux de change.

S'agissant des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté qu'à la fois les mesures tirées d'enquêtes, comme celle de l'EPP, et tout particulièrement les mesures fondées sur les instruments de marché ont fait état d'une tendance à la hausse depuis le début de l'année. Il a été fait référence aux signes selon lesquels les anticipations d'inflation ont commencé à être mieux ancrées, mais d'autres analyses sont nécessaires pour déterminer à quel moment ces anticipations peuvent de nouveau être considérées comme bien ancrées. En particulier, les anticipations d'inflation à plus long terme se sont redressées par rapport aux faibles niveaux observés début janvier et ont été relativement stables au cours des derniers mois, comme l'indique par exemple le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, qui s'établissait juste au-dessus de 1,8 % le 14 juillet 2015.

Dans le même temps, plusieurs remarques ont été formulées selon lesquelles il était trop tôt pour considérer que les anticipations d'inflation étaient de nouveau fermement ancrées. En premier lieu, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché étaient encore nettement plus faibles sur les échéances courtes que sur les échéances plus longues et il faudra un certain temps avant que l'inflation ne revienne aux niveaux compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de parvenir à la stabilité des prix à moyen terme. En second lieu, même si les anticipations d'inflation se sont redressées depuis le début de l'année, elles se situaient encore - sur la plupart des horizons - bien en dessous des niveaux passés, par exemple les niveaux observés un an auparavant ou les moyennes à plus long terme. Il a été rappelé, par exemple, que le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans était

traditionnellement supérieur à 2 %, niveau qui était alors considéré comme compatible avec la stabilité des prix à moyen terme, compte tenu de facteurs techniques.

Globalement, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que l'inflation de la zone euro, tout en restant faible, devrait évoluer conformément aux anticipations antérieures et aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Il a été rappelé que ces perspectives étaient fondées sur une mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs. Pour l'avenir, la poursuite d'un suivi attentif des risques pesant sur les perspectives d'évolution des prix est considérée comme nécessaire, en mettant tout particulièrement l'accent sur l'impact des mesures de politique monétaire ainsi que sur les évolutions géopolitiques et les variations des prix de l'énergie et du taux de change.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation, présentée par M. Praet dans son introduction, selon laquelle les dynamiques de la monnaie et du crédit ont continué de se redresser, la croissance des prêts s'améliorant encore progressivement, tout en restant globalement modérée. Les données récentes ont confirmé la croissance robuste de l'agrégat monétaire large (M3), encore fortement soutenue par un nouveau redressement de l'agrégat monétaire étroit M1.

La poursuite de la normalisation de la dynamique des prêts et les améliorations visibles des conditions du crédit ont été jugées comme des signes encourageants. Malgré un redressement seulement progressif, le taux de variation annuel des prêts aux sociétés non financières est devenu positif pour la première fois depuis mi-2012, poursuivant sa tendance à la hausse après le point bas de - 3,2 % observé en février 2014. De même, la croissance des prêts bancaires aux ménages a continué de se redresser.

Les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le deuxième trimestre 2015 laissent penser que l'environnement favorable des taux d'intérêt s'est de plus en plus traduit par un assouplissement des conditions du crédit, parallèlement à une hausse de la demande de prêts, notamment pour la FBCF. Les banques ont fait état de la poursuite d'un net assouplissement des critères d'attribution des prêts aux entreprises, qui a été plus marqué que ne le prévoyait l'enquête précédente. Malgré la persistance de différences entre les pays, l'amélioration des conditions du crédit a concerné l'ensemble de la zone euro. L'attention a toutefois été attirée sur le fait que, malgré l'assouplissement net global des critères d'octroi, la baisse de la tolérance des banques au risque a semblé légèrement freiner de nouvelles améliorations de l'offre de crédit. Dans le même temps, les évolutions récentes des marchés de valeurs à revenu fixe ont entraîné une légère détérioration des conditions du financement par endettement pour les banques et les sociétés non financières.

L'amélioration globale du canal du crédit est considérée comme une indication de l'efficacité des mesures de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014. L'amélioration des conditions de financement s'est répercutée sur les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages et a donc contribué à

renforcer, bien que de manière non uniforme dans la zone euro, à la fois l'offre et la demande de crédit. Les TLTRO, notamment, ont contribué à améliorer l'offre de crédit (telle qu'elle ressort des modalités et conditions de crédit), sans doute plus que cela n'était généralement prévu. Dans ce contexte, il a été rappelé que la réussite de la conduite de l'évaluation complète des banques en 2014 a également été essentielle pour permettre de créer les récentes évolutions positives, puisqu'elle a (contrairement aux inquiétudes précédentes de certains trimestres) accru la confiance et renforcé les bilans des banques, soutenant ainsi les conditions globales d'octroi des prêts et l'offre de crédit.

### *Orientation de politique monétaire et considérations sur la trajectoire à suivre*

Les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée dans son introduction par M. Praet selon laquelle les informations devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue début juin étaient globalement conformes aux anticipations. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié son évaluation prévoyant une généralisation de la reprise économique dans la zone euro et une remontée progressive des taux d'inflation au cours des prochaines années, qui était fondée sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil.

Au total, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le recoupement de l'analyse des évolutions économiques et monétaires ne rendait pas nécessaire un réexamen de l'orientation actuelle de la politique monétaire ou la modification des modalités de l'APP. Le Conseil des gouverneurs a donc réaffirmé qu'il maintiendrait le cap de la politique monétaire, en mettant résolument en œuvre les mesures qui ont été décidées. Néanmoins, un suivi attentif de la situation sur les marchés financiers est nécessaire, au vu duquel le Conseil des gouverneurs réagira à un durcissement injustifié de la politique monétaire ou à une modification des perspectives de stabilité des prix en utilisant l'ensemble des instruments disponibles dans le cadre de son mandat.

Les membres du Conseil ont généralement admis que, malgré une certaine volatilité des marchés financiers, l'orientation de la politique monétaire de la BCE était demeurée globalement accommodante, permettant un niveau de relance monétaire approprié. La situation sur les marchés financiers s'est légèrement durcie au cours des derniers mois, sur fond de réévaluation des prix sur les marchés obligataires. Cela a reflété en partie une incertitude accrue et, en lien avec celle-ci, une remontée de la prime de terme. Tandis que ces évolutions se sont traduites par un léger resserrement des conditions de financement par endettement de marché, l'orientation globale de la politique monétaire a été considérée comme demeurant accommodante au regard de différentes mesures. Les taux du marché monétaire et, par conséquent, les conditions de financement bancaire



à court terme ont résisté aux évolutions récentes des marchés obligataires. En outre, les conditions générales de financement pour les emprunteurs finaux sont demeurées favorables, les taux débiteurs des banques appliqués aux entreprises et aux ménages continuant de s'inscrire sur une tendance baissière peu affectée par la hausse récente des rendements obligataires.

Concernant l'efficacité des mesures de politique monétaire non conventionnelles de la BCE, aussi bien les programmes d'achats d'actifs que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont été jugés en bonne voie, ayant contribué à de nettes améliorations de la confiance et, par leur soutien à la croissance économique, à une réduction de la sous-utilisation des capacités de production et à l'expansion du crédit. En dépit des récentes évolutions des marchés financiers et malgré des délais de transmission, les dernières informations continuent d'indiquer une poursuite de la transmission des mesures de politique monétaire au coût du crédit et à leur disponibilité pour les entreprises et les ménages. Cela s'est reflété dans les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui indiquent un assouplissement net global des conditions du crédit et suggèrent que la liquidité supplémentaire générée par les TLTRO a été utilisée pour accorder des prêts.

Il n'y a toutefois pas lieu de faire preuve d'un excès de confiance, en raison notamment de la persistance de risques et de vulnérabilités, liés en particulier à des facteurs géopolitiques, aux négociations en cours avec la Grèce et aux perspectives de croissance des marchés émergents, y compris la Chine. L'orientation de la politique monétaire doit être maintenue aussi accommodante qu'elle l'est actuellement, le redressement global de la croissance et de l'inflation demeurant modeste et reposant, quoi qu'il en soit, sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil sont généralement convenus qu'il était essentiel de maintenir le cap, la situation actuelle n'appelant pas de changement d'orientation de la politique monétaire. Cette posture comprend le maintien des taux d'intérêt directeurs de la BCE à un niveau inchangé, conformément aux indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future de ces taux (« *forward guidance* »), et la mise en œuvre déterminée des mesures non conventionnelles déjà décidées. En particulier, les achats d'actifs devront être réalisés au rythme de 60 milliards d'euros par mois jusqu'à fin septembre 2016 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'on observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, conformément à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, comme le dénote l'anticipation mesurée des achats depuis mai, les profils saisonniers d'activité des marchés doivent être pris en compte afin de s'adapter à la réduction de la profondeur et de la liquidité des marchés en été et en hiver, comme l'a souligné M. Cœuré dans son introduction.

De plus, si la volatilité récemment observée sur les marchés n'a pas réellement modifié l'évaluation des perspectives économiques, la persistance d'une forte incertitude incite cependant à la vigilance et à se tenir prêt à réagir, si nécessaire. Il convient donc de continuer de suivre attentivement la situation sur les marchés

financiers, au vu des implications potentielles pour l'orientation de la politique monétaire et pour les perspectives de stabilité des prix. Cela inclut, notamment, de veiller à ce que les anticipations relatives aux futurs taux à court terme du marché monétaire demeurent conformes aux indications du Conseil des gouverneurs sur l'orientation future de la politique monétaire. D'une manière plus générale, des conditions de financement plus larges pour les ménages et les entreprises doivent être surveillées afin de s'assurer qu'elles n'évoluent pas dans des directions pouvant compromettre la reprise et freiner la normalisation des profils d'inflation. Les possibles évolutions des prix des matières premières, le ralentissement des marchés émergents et les variations du taux de change doivent également faire l'objet d'une attention particulière dans la mesure où ils peuvent affecter les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité de réagir à un resserrement injustifié de l'orientation de la politique monétaire ou à une modification significative des perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Dans un tel cas, l'ensemble des instruments disponibles dans le cadre du mandat du Conseil des gouverneurs est susceptible d'être utilisé. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont également réaffirmé, comme lors de précédentes occasions, que la conception des programmes d'achats d'actifs offre suffisamment de flexibilité pour les adapter en cas d'évolution des circonstances et si nécessaire.

Concernant la communication, il a été souligné que l'environnement macroéconomique s'est jusqu'à présent révélé résistant à la récente hausse de l'incertitude et de la volatilité des marchés. Le scénario de référence est demeuré intact et l'accord le plus récent pour commencer les négociations relatives à un nouveau programme d'ajustement macroéconomique pour la Grèce a sensiblement réduit les éventuels risques à la baisse. Si l'orientation de la politique monétaire reste donc tout à fait appropriée, la situation actuelle demeure complexe et soumise à des risques à la baisse. Par conséquent, la confirmation de la stabilité de la trajectoire de la politique monétaire doit être complétée en communiquant sur la volonté du Conseil des gouverneurs de réagir, si la nécessité s'en faisait sentir.

#### *Les décisions et la communication de politique monétaire*

Au total, en tenant compte de l'ensemble des opinions exprimées, le Président a conclu que l'évaluation du Conseil des gouverneurs était unanime quant à la nécessité de maintenir le cap de la politique monétaire. Le Conseil est prêt à recourir à tous les outils disponibles dans le cadre de son mandat, si nécessaire. Cela implique de réaffirmer que la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées est indispensable pour apporter le soutien nécessaire au redressement de l'activité économique dans la zone euro, réaliser le retour durable des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme et renforcer l'ancrage solide des anticipations d'inflation à moyen et à long terme. Dans le même

temps, cela a également entraîné la nécessité d'un suivi étroit de la situation sur les marchés financiers, au vu de leurs implications pour la stabilité des prix, et la volonté de réagir à un resserrement injustifié de l'orientation de la politique monétaire ou à une modification des perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Tenant compte de ce qui précède, et sur proposition du Président, le Conseil des gouverneurs 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, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

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/2015/html/is150716.en.html>

Communiqué de presse et publications sur internet

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150716.en.html>

## **Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 15 et 16 juillet 2015**

### **Membres**

M. Draghi	Président
M. Constâncio	Vice-président
M. Bonnici *	
M. Cœuré	
M. Costa	
M <sup>me</sup> Georghadji	
M. Hansson	
M. Honohan	
M. Jazbec	
M. Knot	
M <sup>me</sup> Lautenschläger	
M. Liikanen	
M. Linde	
M. Makúch	
M. Mersch	

M. Nowotny \*  
M. Noyer \*  
M. Praet  
M. Reinesch \*  
M. Rimšēvičs  
M. Smets  
M. Stournaras  
M. Vasiliauskas \*\*  
M. Visco  
M. Weidmann

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en juillet 2015 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

\*\* Uniquement pour la partie de la réunion s'étant tenue le 16 juillet 2015.

**Autres participants :**

M. Dombrovskis ***	Vice-président de la Commission européenne
M. Van der Haegen	Secrétaire, Directeur général Secrétariat
M. Schill	Secrétaire pour la politique monétaire, Directeur général Questions économiques
M. Winkler	Secrétaire adjoint pour la politique monétaire, Conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

\*\*\* En vertu de l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

**Personnes accompagnantes**

M. Bitāns  
M<sup>me</sup> Buch  
M. Fagan  
M. Gaiotti  
M. Kuodis Suppléant de M. Vasiliauskas \*\*\*\*  
M<sup>me</sup> Le Lorier

M. Malo de Molina

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Mueller

M. Ramalho

M. Schoder

M. Stavrou

M. Tavlás

M. Tratnik

M. Välimäki

M. Van Els

\*\*\*\* Uniquement pour la partie de la réunion s'étant tenue le 15 juillet 2015.

**Autres membres du personnel de la BCE**

M<sup>me</sup> Graeff

Directrice générale Communication et services linguistiques

M. Smets

Conseiller auprès du Président

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 8 octobre 2015.