



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

7 juillet 2016

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

qui s'est tenue à Vienne

le mercredi 1^{er} et le jeudi 2 juin 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 évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, les 20 et 21 avril 2016. Les marchés de la zone euro ont été dans l'ensemble plutôt calmes, tandis que l'attention des marchés financiers mondiaux était concentrée sur plusieurs événements à risque spécifiques.

Aux États-Unis, les anticipations par le marché d'un relèvement des taux par le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) se sont renforcées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en avril. Un relèvement des taux de 25 points de base était totalement intégré par les marchés à la fin de l'année. Les rendements du Trésor américain sont restés relativement stables sur le segment à long terme de la courbe, tandis que le taux de change effectif nominal du dollar s'est apprécié. Les marchés boursiers des États-Unis ont continué d'afficher de bonnes performances, l'indice S&P 500 s'inscrivant légèrement au-dessous de son record absolu.

La Banque du Japon a maintenu inchangée l'orientation de sa politique monétaire lors de sa réunion des 27 et 28 avril 2016. Les marchés financiers ayant anticipé une baisse devant rendre le taux encore plus négatif, le yen japonais s'est apprécié temporairement, de 5 % par rapport au dollar au cours de la semaine qui a suivi la décision de la Banque du Japon. Vis-à-vis de la devise américaine, le yen a retrouvé actuellement un niveau proche de celui d'avant la réunion de la Banque du Japon et son taux de change effectif nominal est d'un niveau comparable à celui observé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril.

Le renminbi chinois a continué de se déprécier par rapport au dollar, avec une baisse de 2 % environ depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en avril. Les autorités chinoises ont souligné l'existence d'un nouveau plan pour l'ouverture du marché obligataire interbancaire continental (*onshore*) aux investisseurs étrangers. Selon certaines estimations des marchés, le marché obligataire chinois pourrait attirer jusqu'à 155 milliards de dollars d'entrées de capitaux provenant de fonds suivant passivement les indices obligataires mondiaux, pour peu que les obligations chinoises soient incluses dans ces indices.

Les cours du *Brent* ont nettement augmenté pour atteindre des niveaux proches de 50 dollars le baril depuis la réunion d'avril. Toutefois, les hausses récentes des prix du pétrole n'ont pas eu jusqu'ici d'incidence significative sur les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché pour la zone euro.

Les inquiétudes relatives à un éventuel vote favorable à la sortie de l'Union européenne lors du prochain référendum au Royaume-Uni s'étaient légèrement apaisées jusqu'à la veille de la présente réunion. Une certaine diminution de l'incertitude sur les marchés d'options de change s'est reflétée par une baisse des volatilités implicites.

Les marchés obligataires de la zone euro ont enregistré le mois dernier une forte activité d'émission de titres de dette bien notés du secteur privé. Les émissions brutes cumulées de titres de dette éligibles aux opérations

de l'Eurosystème de janvier à mai 2016 ont été, par rapport à la période correspondante des deux dernières années, plus fortes qu'en 2014, mais plus faibles qu'en 2015, quand le programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP) a été considéré comme favorisant les arbitrages d'actifs au détriment des obligations des émetteurs souverains et des agences et au profit des créances sur les entreprises. Par rapport à 2015, la différence apparaît aussi dans le fait qu'en 2016, la période allant de février à avril a été marquée par une certaine faiblesse de l'activité d'émission en raison d'incertitudes nationales et mondiales entraînant une certaine aversion pour le risque sur les marchés. Une autre tendance marquante consiste en un allongement important des échéances dans l'offre d'emprunts publics, reflétant, du côté de la demande, non seulement des considérations de recherche de rendement, mais aussi des facteurs techniques liés à la couverture des portefeuilles.

Les anticipations relatives à la politique monétaire de la zone euro ont été très stables depuis la réunion de politique monétaire de mars du Conseil des gouverneurs. Les taux anticipés du marché monétaire ont continué d'intégrer la probabilité à 60 % environ d'une baisse de 10 points de base d'ici début 2017. Dans le même temps, l'attention du marché s'est reportée sur des anticipations relatives à la demande potentielle lors de la seconde série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II), dont la première sera conduite le 22 juin.

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 faible. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a légèrement augmenté, passant à 51,6 en avril après 51,5 en mars, principalement sous l'effet de la composante services, mais cet indicateur est resté inférieur à sa moyenne de long terme. Dans le même temps, les nouvelles données relatives aux échanges commerciaux ont été faibles, en raison principalement des évolutions dans les économies de marché émergentes. Le volume des importations mondiales de biens a diminué de 1,8 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2016, après une hausse de 1,3 % au quatrième trimestre 2015. La croissance des échanges commerciaux est restée légèrement positive dans les économies avancées, mais sa vigueur a sensiblement diminué dans les économies de marché émergentes, en particulier en Asie.

L'inflation mondiale est restée faible en mars. Dans les pays de l'OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation est revenue à 0,8 %, après 1,0 % en février, mais est restée inchangée à 1,9 %, hors produits alimentaires et énergie, sur la même période. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 avril, les prix du *Brent* ont augmenté pour s'établir à 50 dollars le baril environ. Au cours de la même période, les prix des matières premières non pétrolières exprimés en dollars ont augmenté de 1,8 %, tandis que le taux de change de l'euro est resté pratiquement inchangé en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Dans la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,5 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2016, soit une hausse supérieure aux attentes. La consommation privée et le renforcement de la croissance de l'investissement ont été les principaux déterminants de la croissance, soutenus par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE, l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et les cours encore bas du pétrole. Les nouvelles données les plus récentes ont été contrastées. Tandis que la production industrielle et la construction ont continué de fléchir en glissement mensuel en mars, de 0,8 % et 0,9 %, respectivement, les évolutions des indicateurs tirés d'enquêtes jusqu'en mai, comme l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator – ESI*) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production, ont été plus positives.

Les revenus du travail, qui sont la composante la plus importante et la plus stable du revenu disponible brut, ont soutenu la consommation depuis le début de la reprise. La croissance de la consommation privée devrait demeurer robuste à court terme, soutenue par le niveau toujours bas des prix du pétrole. Sur l'ensemble de 2015, la croissance de la consommation de biens durables a augmenté pour atteindre des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2006. Cela reflète, en partie, la demande non satisfaite générée durant la crise, en particulier dans les pays les plus en difficulté.

La construction de logements s'est redressée à la faveur de la hausse de la demande. Le renforcement de la confiance dans ce secteur va dans le sens de la poursuite d'une forte croissance de l'investissement résidentiel au cours des prochains trimestres. Les évolutions observées des permis de construire délivrés confirment ces perspectives.

Tandis que l'endettement brut des sociétés non financières (SNF) rapporté à leur excédent brut d'exploitation est resté d'un niveau relativement élevé, les entreprises ont accru leurs bénéfices non distribués et amélioré leur accès au financement externe. Dans le même temps, les ratios dette sur fonds propres des entreprises ont nettement baissé depuis début 2009, sous l'effet de la forte hausse des cours boursiers et de la faible croissance de l'endettement ces dernières années. En outre, les paiements d'intérêts nets des SNF ont diminué, revenant de 9 % à 2 % de l'excédent brut d'exploitation entre fin 2008 et le quatrième trimestre 2015.

L'affaiblissement des exportations de la zone euro en 2015 a été moins prononcé qu'attendu sur la base des évolutions de la demande extérieure, reflétant des gains de parts de marchés pour la zone euro obtenus principalement sous l'effet de la dépréciation antérieure de l'euro.

Pour la suite, les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse du PIB en volume de 1,6 % en 2016 et de 1,7 % en 2017 et en 2018, globalement conforme aux prévisions récentes d'autres institutions internationales et du secteur privé, y compris les prévisions de l'OCDE pour la zone euro qui viennent juste d'être publiées. Par rapport aux projections de mars 2016 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance ont été révisées à la hausse pour 2016 et demeurent globalement inchangées pour 2017 et 2018.

En ce qui concerne l'évolution des prix dans la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est restée négative en mai, à -0,1 %, en légère hausse par rapport au niveau de -0,2 % relevé en avril, reflétant principalement l'accroissement de la hausse des prix de l'énergie et des services. La

hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 0,8 % en mai, contre 0,7 % en avril, même si la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas donné d'indication nette d'une tendance à la hausse.

Les prix à la production pour les ventes domestiques n'ont pas enregistré de modifications significatives. Tandis que les hausses passées des prix à l'importation des produits hors énergie et une légère amélioration de la situation économique devraient, entretemps, avoir exercé une pression haussière sur les prix à la production, les données disponibles indiquent que ces facteurs pourraient avoir été contrecarrés par la baisse des prix des matières premières et la croissance modérée des salaires. Il ressort que les producteurs sont satisfaits de maintenir les prix à leurs niveaux actuels, ce qui pourrait favoriser un certain redressement des marges bénéficiaires si, globalement, les coûts des consommations intermédiaires ont baissé. Les données tirées d'enquêtes font également état de la persistance de tensions modérées sur les prix.

Selon les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, la hausse de l'IPCH devrait rebondir, passant de 0,2 % en 2016 à 1,3 % en 2017 et 1,6 % en 2018, ce qui est globalement conforme aux prévisions récentes d'autres institutions internationales et du secteur privé, y compris celles de l'OCDE pour la zone euro qui viennent juste d'être publiées. Par rapport aux projections établies par les services de la BCE en mars 2016, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées légèrement à la hausse pour 2016, traduisant les augmentations récentes des prix du pétrole, et demeurent inchangées pour 2017 et 2018.

En ce qui concerne les évolutions récentes des anticipations d'inflation à long terme, les mesures fondées sur les marchés ont légèrement augmenté aux différents horizons depuis la réunion de politique monétaire d'avril du Conseil des gouverneurs, mais sont restées à de bas niveaux. Dans le même temps, les craintes de déflation sont restées contenues et manifestement inférieures au pic observé début 2015.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements anticipés de l'Eonia, qui est restée pratiquement inchangée par rapport à la situation qui prévalait juste avant la réunion du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 avril, est demeurée nettement inférieure aux niveaux observés juste avant les réunions de décembre 2015 et janvier 2016. De plus, les taux des prêts bancaires aux SNF sont restés globalement inchangés en mars, ressortant à 2,0 %, un niveau proche de leur point bas historique. Dans le même temps, les taux débiteurs des prêts au logement accordés aux ménages ont encore fléchi, pour s'établir à 2,1 % en mars.

En ce qui concerne la monnaie et le crédit, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue, à 4,6 % en avril, après 5,0 % en mars et 4,9 % en février. M1 a continué d'apporter la seule contribution positive à la croissance de M3, enregistrant un taux de croissance annuel de 9,7 % en avril, après 10,1 % en mars et 10,3 % en février. La croissance des prêts a continué de se redresser progressivement dans la zone euro. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF (corrige des cessions de prêts et de la titrisation) est passé de 1,1 % en mars 2016 à 1,2 % en avril. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté globalement inchangé en mars et avril, à 1,5 % environ.

Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), réalisée entre le 10 mars et le 21 avril 2016, les petites et moyennes entreprises (PME) de la zone euro ont fait état, pour la troisième fois consécutive depuis début 2015, d'une amélioration de la disponibilité des sources de financement externe et de la propension des banques à octroyer des crédits à des taux d'intérêt plus bas. Toutefois, les différences entre pays sont restées conséquentes.

Les évolutions récentes des ratios cours/valeur comptable des entreprises de la zone euro font apparaître une légère baisse depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 20 et 21 avril. En ce qui concerne les banques de la zone euro, ces ratios sont restés relativement faibles comparés à ceux des SNF et des sociétés d'assurance. La sous-performance des banques pourrait être liée à la perception de la nécessité, pour le secteur bancaire, de procéder à un assainissement et à des inquiétudes relatives aux créances douteuses. Dans le même temps, les mesures de politique monétaire de la BCE devraient soutenir les conditions de financement pour les banques tout en renforçant également leur rentabilité grâce à une augmentation de la demande de prêts.

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 les prévisions macroéconomiques de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème étaient globalement conformes à celles de mars établies par la BCE. Elles ont confirmé la reprise modérée, mais régulière, qui avait été prévue alors et le fait que le train de mesures supplémentaires pris en mars avait été essentiel pour éviter une sévère détérioration des conditions de financement après les turbulences observées vers la fin de l'année 2015 et pour soutenir la reprise économique.

Parallèlement, les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème ont confirmé la persistance de faibles tensions sous-jacentes sur les prix. Les perspectives d'inflation mesurées par l'IPCH ont été légèrement revues à la hausse pour 2016, sous l'effet du renchérissement du pétrole, mais sont restées inchangées pour 2017 et 2018. Les services de l'Eurosystème ont également prévu un léger recul de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sur l'horizon de projection. La période prolongée de très faible inflation demeure par conséquent une source de préoccupation constante.

À plus long terme, un potentiel de hausse, au-delà de ce qui était déjà intégré dans les projections macroéconomiques, pourrait résulter de la mise en œuvre de la nouvelle série de TLTRO et du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). En particulier, les TLTRO II pourraient encore réduire les coûts de financement pour le secteur privé et donner une impulsion supplémentaire à la création de crédit. Globalement, cela orienterait la balance des risques entourant les projections macroéconomiques de référence vers une configuration plus équilibrée qu'elle ne l'était dans l'exercice de prévision de mars.

Le recouplement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme la nécessité de maintenir une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire afin de garantir le retour, sans tarder, des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Dans ce contexte, il est essentiel de continuer à mettre l'accent sur la mise en œuvre intégrale des mesures décidées.

Concernant la communication, il est apparu important au Conseil des gouverneurs de réitérer ses indications sur la trajectoire future de ses taux directeurs et sur ses achats mensuels d'actifs, en conservant les mêmes formulations que celles utilisées auparavant en mars et avril 2016.

Il a également été nécessaire de souligner qu'une relance supplémentaire, au-delà de l'impulsion déjà prise en compte, est attendue des mesures de politique monétaire qui restent à mettre en œuvre, ce qui contribuerait à rééquilibrer davantage les risques entourant les perspectives de croissance et d'inflation. De même, il a fallu réaffirmer qu'il était crucial de veiller à ce que l'environnement de très faible inflation ne se traduise pas durablement par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs rappellera une nouvelle fois qu'il suivra attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et agira, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

Enfin, il a été jugé approprié que le Conseil des gouverneurs continue de souligner que pour que ses mesures de politique monétaire puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques, d'autres pans de la politique monétaire devaient apporter une contribution beaucoup plus décisive, tant au niveau national qu'au niveau européen.

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 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 reprise économique devrait se poursuivre dans la zone euro, tirée par la demande intérieure et soutenue par les répercussions des mesures de politique monétaire de la BCE ainsi que par les prix toujours relativement bas du pétrole et l'orientation budgétaire légèrement accommodante en 2016. En particulier, l'investissement a continué d'être soutenu par les conditions de financement favorables, conjuguées à une amélioration de la rentabilité des entreprises, tandis que la consommation a été favorisée par la hausse du revenu réel disponible des ménages, en liaison avec des améliorations soutenues sur le front de l'emploi et la faiblesse des prix du pétrole. Les perspectives de croissance ont été considérées comme toujours freinées par des facteurs défavorables liés à l'environnement extérieur ainsi que par l'ajustement des bilans dans les secteurs non financier et financier. Cette évaluation est également ressortie des perspectives de croissance présentées dans les projections macroéconomiques de juin 2016 établies par

les services de l'Eurosystème, qui ont globalement confirmé les perspectives intégrées dans les projections de mars des services de la BCE. En ce qui concerne l'évaluation des risques, les mesures de politique monétaire qui restent à mettre en œuvre devraient apporter un stimulus supplémentaire, au-delà de celui déjà pris en compte, tandis qu'un certain nombre d'incertitudes persistent. Au total, les risques pesant sur les perspectives de croissance ont été perçus comme restant orientés à la baisse, mais la balance des risques s'est améliorée.

En examinant les arguments plus en détail, les membres ont débattu des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur. Il a été noté que les perspectives pour la croissance et les échanges commerciaux à l'échelle mondiale ont été révisés à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection dans les dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème par rapport aux projections de mars 2016 des services de la BCE. L'attention a été attirée sur le fait que cela dénote la poursuite d'une longue série de révisions à la baisse des perspectives extérieures. Il a également été observé que l'on s'attendait de nouveau à ce que la progression des échanges internationaux soit, comme en 2015, inférieure à celle de l'activité mondiale en 2016 et que, dans le passé, une telle situation avait été le prélude à un ralentissement de l'activité économique mondiale. Parallèlement, il a été souligné que des effets de composition importants étaient à l'origine du ralentissement de la croissance des échanges commerciaux observé depuis la crise financière. En particulier, il a été souligné que la croissance plus forte dans les économies de marché émergentes que dans les économies avancées ces dernières années a été un facteur important de la moindre élasticité du commerce mondial observée depuis la crise, l'ouverture commerciale des premières étant inférieure à celle des secondes.

S'agissant des évolutions dans les économies avancées, les perspectives grandissantes d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis ont été considérées comme un signal positif pour l'économie mondiale. Si, sur la base des données disponibles, le FOMC devait relever les taux d'intérêt lors de l'une de ses prochaines réunions, cela laisserait penser que l'économie américaine a enregistré une reprise plus marquée, ce qui pourrait à son tour avoir un effet positif sur les « esprits animaux » et la confiance à l'échelle mondiale.

Les membres du Conseil ont également débattu de l'incidence éventuelle sur la zone euro du prochain référendum organisé en juin au Royaume-Uni sur sa participation à l'Union européenne. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que cela constituait une source d'incertitude importante s'agissant des perspectives économiques, et en cas de vote en faveur de la sortie, c'est-à-dire de « *Brexit* », il pourrait y avoir des répercussions négatives importantes, bien que difficiles à prévoir, sur la zone euro *via* plusieurs canaux, notamment les échanges commerciaux et les marchés financiers. Dans le même temps, il a été noté qu'il pourrait également y avoir un risque à la hausse pour les perspectives de la zone euro si le Royaume-Uni votait en faveur du maintien dans l'Union européenne.

S'agissant de la zone euro, les membres du Conseil sont tombés d'accord pour estimer que la reprise économique se poursuivait globalement comme prévu, à un rythme régulier, tirée principalement par la demande intérieure, sous l'effet également des mesures de politique monétaire adoptées. Par conséquent, l'écart de production se resserre, mais seulement de manière progressive, comme il fallait s'y attendre à l'issue d'une récession liée à la dégradation des bilans. Les dernières informations disponibles ont confirmé

une amélioration modeste de la situation économique et une consolidation de la reprise. Au premier trimestre, notamment, les chiffres de la croissance du PIB en volume ont été meilleurs que généralement anticipé. En particulier, le redressement de l'investissement dans la zone euro, sous l'effet principalement de l'investissement hors construction, a été considéré comme une évolution encourageante. De même, les récentes indications d'un renforcement de l'investissement dans la construction, après une période prolongée de faible activité dans ce secteur depuis 2008, ont été perçues comme un signe positif. Il a également été fait référence à des améliorations récentes du climat économique et à une accélération de la croissance des biens de consommation durables, favorisée par la progression du revenu réel, bien que la hausse récente des prix du pétrole, si elle devait durer, soit susceptible de freiner la reprise de la croissance de la production, en raison de ses répercussions défavorables sur le revenu disponible. La situation sur les marchés financiers demeure globalement favorable. Les chiffres de l'emploi ont eux aussi enregistré récemment de nouvelles améliorations.

Au total, le Conseil des gouverneurs a considéré que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeuraient orientés à la baisse. Des risques importants à la baisse représentent toujours une menace, notamment ceux liés aux évolutions de l'économie mondiale, au résultat du prochain référendum au Royaume-Uni et à d'autres risques géopolitiques. Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé pour reconnaître que la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro s'était améliorée en raison des mesures de politique monétaire adoptées et du stimulus découlant des mesures qui pourraient être encore prises.

Les membres du Conseil ont tenu à souligner de nouveau la nécessité que d'autres domaines de la politique économique apportent une contribution plus décisive, tant au niveau national qu'au niveau européen, pour que les mesures de politique monétaire de la BCE puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques. Compte tenu de la persistance d'un chômage structurel élevé et de la faible croissance potentielle dans la zone euro, les politiques structurelles ont été jugées essentielles. En particulier, les membres du Conseil ont estimé que des mesures destinées à renforcer la productivité et à améliorer l'environnement des affaires, y compris la mise à disposition d'infrastructures publiques adéquates, étaient primordiales pour accroître l'investissement et stimuler la création d'emplois. Même si les besoins spécifiques de réforme varient d'un pays à l'autre, la mise en œuvre rapide et efficace de réformes structurelles, conformément aux recommandations récemment adressées à chaque pays par la Commission européenne, se traduirait par une croissance économique durable plus forte dans la zone euro et accroîtraient sa capacité de résistance face aux chocs mondiaux. Il a été souligné que, compte tenu de l'amélioration de la situation économique et de la progression de la demande, la période était idéale pour renforcer l'investissement dans les secteurs tant public que privé. Le renforcement des initiatives d'investissement en cours, y compris l'extension du plan Juncker, et l'importance d'avancer sur la voie de l'Union des marchés de capitaux ont été évoqués. Le rôle du secteur bancaire de la zone euro a également été jugé déterminant. En particulier, la gestion des créances douteuses a été considérée comme une contribution importante à la consolidation de la reprise économique dans la zone euro.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil ont souligné la nécessité d'une mise en œuvre intégrale et systématique des règles du Pacte de stabilité et de croissance, sur la durée et dans l'ensemble

des pays, pour maintenir la confiance dans le cadre budgétaire. Cela étant, les politiques budgétaires doivent aussi favoriser la reprise économique. Il a été rappelé que tous les pays doivent s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires davantage propices à la croissance et d'utiliser leur marge de manœuvre budgétaire le cas échéant.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation des perspectives et des risques présentée par M. Praet dans son introduction. L'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH est restée faible. Au cours des prochains mois, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait demeurer très faible ou négative avant de se redresser au second semestre 2016, en raison essentiellement de l'incidence haussière d'effets de base liés au rythme annuel de variation des prix de l'énergie. La remontée des taux d'inflation devrait se confirmer en 2017 et 2018, dans le sillage de la reprise économique attendue et à la faveur des mesures de politique monétaire de la BCE. Ce diagnostic ressort dans l'ensemble des projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème, dans lesquelles les perspectives d'inflation ont été légèrement révisées à la hausse pour 2016 par rapport aux projections de mars des services de la BCE, reflétant les augmentations récentes des prix du pétrole. Pour 2017 et 2018, les révisions à la hausse des composantes énergie et produits alimentaires ont largement été effacées par les corrections à la baisse de la progression de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie.

Un certain nombre de remarques ont été formulées à propos des évolutions attendues de l'inflation totale. Il a été noté que, selon les projections, une forte accentuation de l'IPCH global, de 0,2 % à 1,3 %, était attendue entre 2016 et 2017. Ce regain d'inflation reflète essentiellement le profil d'évolution des prix de l'énergie. Il a été indiqué que les prix du pétrole pourraient augmenter au-delà de l'hypothèse retenue dans le scénario de référence des projections, à partir de l'argument selon lequel l'incidence de modifications de l'offre de pétrole prendrait un certain temps avant de se répercuter sur les prix du pétrole. Dans le même temps, il a été admis que les facteurs influant sur la production de pétrole recouvraient des perturbations temporaires de l'offre, ce qui pouvait signifier qu'il y avait également des risques à la baisse pesant sur les prix du pétrole.

S'agissant des évolutions récentes des mesures de l'inflation sous-jacente, si la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement accentuée en mai, elle est demeurée à un niveau plutôt faible et s'est avérée décevante au regard des anticipations d'une hausse légèrement plus forte. Jusqu'à présent, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente n'avaient pas encore fait ressortir des signes clairs de tendance haussière, et les membres du Conseil se sont accordés sur la nécessité d'analyser de manière plus approfondie la récente baisse de l'inflation sous-jacente. Dans ce contexte, il a été noté une forte incidence baissière sur la composante services de l'inflation au cours des derniers mois en raison de modifications de la mesure statistique des prix des loyers dans une grande économie de la zone euro. Dans l'ensemble, toutefois, les tensions inflationnistes ont continué d'être faibles, reflétant également le volume de capacités toujours inutilisées dans l'économie.

Les membres du Conseil ont également examiné les évolutions récentes et les perspectives en matière de croissance des salaires nominaux, qui demeurent à des niveaux faibles et devraient se redresser modérément seulement, pour s'établir légèrement au-dessus de 2 % en 2018 pour la zone euro dans son ensemble, selon les projections de juin 2016 établies par les services de l'Eurosystème. Un élément nécessitait une analyse

plus approfondie : dans quelle mesure les réformes du marché du travail pourraient avoir réduit le niveau de chômage structurel dans la zone euro. Les réformes structurelles pourraient avoir eu une incidence baissière sur le taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation (NAIRU), mais il est difficile de quantifier cet impact. Les réformes étant relativement récentes, leurs répercussions pourraient ne pas se refléter encore pleinement sur les différentes estimations relatives au NAIRU. Par ailleurs, si le taux de chômage effectif devenait inférieur au NAIRU sur l'horizon de projection, un risque à la hausse pèserait sur la croissance des salaires nominaux. Une autre cause possible évoquée pour la faiblesse de la croissance des salaires nominaux est liée à des anticipations d'inflation durablement faibles, avec l'apparition de risques d'effets de second tour. Plus généralement, il a été signalé que les mesures de l'écart de production fournissaient une indication de l'inflation plus fiable que les mesures relatives au marché du travail.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les dernières évolutions des anticipations d'inflation. Les anticipations d'inflation fondées sur les marchés pour la zone euro sont demeurées faibles, mais il a été noté une légère amélioration depuis la réunion de politique monétaire d'avril du Conseil des gouverneurs, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans s'établissant actuellement légèrement en dessous de 1,5 %. Toutefois, le découplage entre les anticipations d'inflation et les évolutions des prix du pétrole et le fait que les anticipations d'inflation fondées sur les marchés ne se soient pas redressées par rapport à leurs faibles niveaux en dépit de la hausse des prix du pétrole reste un sujet de préoccupation. Dans le même temps, il pouvait être mis en avant que le redressement prévu de l'inflation totale contribuerait à éviter les effets de second tour. En outre, des doutes ont été exprimés de nouveau sur une trop grande dépendance vis-à-vis des mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés, qui se sont fortement écartées des mesures tirées d'enquêtes.

Globalement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'inflation dans la zone euro devrait se redresser, à la faveur des mesures de politique monétaire de la BCE et de la reprise attendue. Si des risques à la baisse pèsent encore sur l'inflation, l'inflation ayant été faible sur une période prolongée, et s'il demeure essentiel d'éviter les effets de second tour sur le processus de fixation des salaires et des prix, il y a également des risques à la hausse, compte tenu du stimulus supplémentaire, au-delà de celui déjà pris en compte dans les projections, à attendre des mesures de politique monétaire devant encore être mises en œuvre. De plus, les mesures de politique monétaire prises en compte dans les projections seraient susceptibles d'avoir une incidence plus forte que prévu dans le scénario de référence. Une telle évolution contribuerait à un nouveau rééquilibrage des risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation. En tout cas, le Conseil des gouverneurs a indiqué qu'il continuerait de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix.

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 de progresser à un rythme vigoureux en avril 2016, soutenu, comme au cours des mois précédents, par ses composantes les plus liquides. La dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif observé depuis le début de 2014, les rythmes annuels de variation des prêts aux sociétés non financières et des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêt et de la titrisation) étant restés globalement stables en avril 2016.

Il a été jugé que l'incidence favorable des mesures de la BCE apparaissait clairement dans la répercussion des taux directeurs sur les taux débiteurs des banques. Cette transmission a également été soutenue par le rôle accru joué par la concurrence entre les banques, comme le montrent les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, où la perception du risque et les autres facteurs sont devenus moins importants qu'il y a deux ans. S'agissant des volumes, il a été souligné qu'ils se sont redressés de manière progressive et continue depuis plus de deux ans et que la croissance des prêts a poursuivi sa progression, les prêts aux sociétés non financières augmentant à un rythme annualisé de plus de 2,0 % sur la dernière période de trois mois.

Cela étant, certaines préoccupations ont été exprimées en ce qui concerne la transmission monétaire *via* les quantités et les bilans des banques. Plusieurs facteurs ont pesé sur le redressement encore relativement faible des volumes de crédit, qui est considéré comme dépendant toujours davantage, globalement, de la demande que de l'offre. Il a été fait référence, en particulier, à la faiblesse des ratios cours/valeur comptable du secteur bancaire, qui a reflété les perceptions du marché relatives à la nécessité de continuer à gérer les créances douteuses dans les banques et les pays, aux tensions sur les modèles d'activité et la rentabilité des banques, ainsi qu'à l'incertitude réglementaire qui subsiste. En outre, malgré la faiblesse de la demande intérieure de prêts, il semble que les banques aient eu peu d'appétence pour exploiter les opportunités de crédits transfrontières en raison d'une rémunération inadaptée des risques de crédit perçus. Il a été demandé de traiter complètement les créances douteuses à tous les niveaux, en vue également d'éviter un regain de fragmentation des systèmes financiers dans la zone euro. Dans le même temps, il a été souligné que le processus d'assainissement des bilans était lourd et exigeait une gestion prudente, également au plan de la stabilité financière.

Il a été rappelé que la plupart des entreprises en Europe, et notamment les PME, dépendaient du crédit bancaire. Par conséquent, la bonne santé du système bancaire est demeurée essentielle pour la transmission efficace de la politique monétaire dans la zone euro. Les résultats de la dernière enquête SAFE, qui a enregistré une nouvelle amélioration des conditions de prêt, y compris pour les PME, et une progression de la volonté des banques de prêter, sont rassurants. Cependant, il est nécessaire de mieux comprendre l'utilisation des fonds empruntés par les grandes et les petites entreprises, car il semble n'exister qu'une faible corrélation avec leur investissement. Il a également été noté qu'à la suite de la crise financière, une période prolongée d'assainissement des bilans dans les secteurs financier et non financier et d'investissements modérés, ainsi que la détention de liquidités considérables par les grandes entreprises, semblaient être un phénomène mondial, certains de ces fonds étant utilisés pour l'acquisition d'actions.

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. Sur la base des informations récentes et des projections, les perspectives précédentes pour la zone euro ont été globalement confirmées tant à l'égard de l'activité que des prix. Le redressement économique devrait se poursuivre à un rythme modéré mais régulier, soutenu par l'ensemble exhaustif de décisions de politique monétaire adopté début mars 2016. Cela étant, les

tensions sur les prix sont demeurées modérées, les taux d'inflation devant rester très faibles ou négatifs au cours des prochains mois avant de se redresser au second semestre 2016. À l'avenir, au-delà de l'impulsion déjà prise en compte, les mesures de politique monétaire devant encore être mises en œuvre devraient donner un nouvel élan, qui contribuerait à rééquilibrer davantage les risques pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution des perspectives pour la stabilité des prix, afin de veiller notamment à ce que l'environnement de très faible inflation ne se traduise pas par des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires.

Un large accord a été exprimé avec les principales conclusions de politique monétaire et la ligne de communication proposées par M. Praet. Celles-ci comprennent une politique monétaire inchangée, la réitération des indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et une attention continue apportée à la mise en œuvre des mesures adoptées et à la nécessité de continuer de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix, en affirmant la volonté du Conseil des gouverneurs d'agir, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre l'objectif de la BCE.

Cette évaluation de l'orientation de la politique monétaire et la ligne de communication ont reflété la prise en compte d'un certain nombre d'éléments clés. Premièrement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les mesures de politique monétaire de la BCE étaient efficaces et que l'accent devait à présent être fermement mis sur la mise en œuvre du nouvel ensemble exhaustif de mesures adopté en mars 2016, y compris le lancement prochain du CSPP le 8 juin 2016 et la première opération des TLTRO II, qui doit démarrer le 22 juin 2016. L'incidence positive des décisions adoptées en mars a déjà pu être observée dans l'amélioration des conditions de financement sur plusieurs marchés (notamment pour les obligations d'État et d'entreprises), qui a continué de se traduire par une baisse des taux débiteurs bancaires et par un renforcement de la création de crédit.

Deuxièmement, il faut du temps pour que les effets de toutes les mesures se fassent pleinement sentir sur l'économie de la zone euro et se répercutent sur les évolutions des prix, en tenant compte des probables effets à venir des mesures restant à mettre en œuvre et des délais de transmission de la politique monétaire, *via* des variables intermédiaires, sur l'objectif ultime. Il a également été rappelé que la taille et la nature des chocs affectant l'économie devaient être prises en compte sur les horizons pertinents pour la politique monétaire.

Troisièmement, la confiance a été exprimée dans le fait que les effets des mesures de politique monétaire adoptées (y compris sur les taux, les opérations de crédit et les achats fermes d'actifs) se renforçaient mutuellement par différents canaux. En particulier, tandis que les prix des actifs financiers étaient affectés par les anticipations relatives à la trajectoire future des taux directeurs ainsi que par l'extraction des primes de terme et de crédit, l'injection de liquidité en présence de taux négatifs sur la facilité de dépôt renforçait davantage les effets de rééquilibrage des portefeuilles.

Quatrièmement, au-delà de l'impulsion déjà prise en compte, les mesures devant encore être mises en œuvre devraient donner un nouvel élan. Les TLTRO II, comme le CSPP, sont considérés comme des mesures

importantes susceptibles d'avoir une incidence directe sur l'économie réelle. S'agissant de la série des opérations TLTRO II, il a été rappelé que les opérations précédentes ont joué un rôle essentiel dans le retournement du cycle de crédit dans la zone euro et dans la réduction de la fragmentation, et que les nouvelles opérations devraient également permettre de soutenir la distribution de crédit et, en définitive, les anticipations d'inflation. Il a été souligné que le montant brut, comme le montant net, auraient de l'importance dans une perspective de politique monétaire, les TLTRO II permettant aux banques de remplacer un financement à court terme plus cher par des fonds à long terme meilleur marché, au-delà de toute incidence nette sur l'excédent de liquidité, également important en lien avec le taux négatif sur les dépôts. Cependant, le montant effectif ne devrait pas être considéré comme l'unique mesure du succès, les TLTRO contenant également un important élément d'« assurance » pour tenir compte de l'incertitude et des éventualités défavorables.

Cinquièmement, s'agissant du programme d'achats d'actifs (APP), la poursuite d'une mise en œuvre sans heurt a généralement pu être observée, bien qu'une remarque ait été formulée selon laquelle les marchés semblaient prévoir des difficultés à venir en ce qui concerne la fourniture de volumes suffisants d'obligations du secteur public pour certaines juridictions dans les limites présentes, ce qui pourrait contribuer à une hausse de la volatilité des prix. S'agissant de la composition des achats dans le cadre des APP et des effets associés de rééquilibrage des portefeuilles opérant sur les marchés *via* des substituts proches, il a été souligné que si les actifs étaient effectivement des substituts proches, la nature précise des actifs achetés dans le cadre de l'APP ne devrait guère avoir d'importance, contrairement au volume global d'achats et à la création de monnaie associée. Cependant, comme de nombreux investisseurs sont restés étroitement liés à des compartiments de marché spécifiques, la composition des achats a tout de même de l'importance.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, 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, 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'Eurosystème entamerait le 8 juin 2016 ses achats dans le cadre du CSPP. Par ailleurs, à compter du 22 juin 2016, il conduira la première opération de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II). Des informations complémentaires sur les modalités de mise en œuvre du CSPP seraient communiquées à l'issue de cette conférence de presse sur le site Internet de la BCE.

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

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160602.fr.html>

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160602.fr.html>

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/communiqu e-presse-bce-detail-programme-CSPP-20160602.pdf

R union du Conseil des gouverneurs de la BCE, 1-2 juin 2016

Membres

M. Draghi, Pr sident

M. Const ncio, Vice-Pr sident

M. Bonnici

M. C eur 

M. Costa

Mme Georghadji*

M. Hansson

M. Jazbec

M. Knot

M. Lane

Mme Lautenschl ger

M. Liikanen

M. Linde

M. Mak ch

M. Mersch

M. Nowotny

M. Praet

M. Reinesch

M. Rim evi s*

M. Smets

M. Stourmaras

M. Vasiliauskas*

M. Villeroy de Galhau

M. Visco*

M. Weidmann

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

Autres participants

M. Teixeira, 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

Personnes accompagnantes

Mme Buch

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hakkarainen

M. Hernández de Cos

M. Ittner

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Pattipeilohy

M. Ramalho

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Tavlás

M. Tóth

M. Tratnik

M. Wunsch

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

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 18 août 2016.