

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

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main
le mercredi 2 et le jeudi 3 septembre 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 15 et 16 juillet, les événements en Chine ont été le principal moteur des évolutions sur les marchés financiers mondiaux, avec d'importantes répercussions sur les marchés de matières premières. Le recul des prix du pétrole a également entraîné une révision à la baisse des mesures des anticipations d'inflation tirées des marchés dans la zone euro, et a contribué au fléchissement des rendements obligataires et à une volatilité beaucoup plus élevée du marché. Néanmoins, la mise en oeuvre du programme d'achats d'actifs (APP) a été globalement conforme aux objectifs prédéfinis et n'a pas été freinée par les évolutions mondiales ni par la moindre liquidité des marchés observées au cours des mois d'été. Sur le marché des changes, l'euro s'est apprécié par rapport à la plupart des autres principales devises, y compris le dollar, en partie sous l'effet de l'anticipation d'un report de la première hausse des taux d'intérêt directeurs aux États-Unis depuis 2006.

S'agissant des marchés internationaux, la principale préoccupation au cours de l'été a concerné la détérioration des perspectives de croissance en Chine, les évolutions sur le marché boursier chinois, et la décision de la Banque populaire de Chine de réformer le mécanisme de fixation du taux quotidien du renminbi, annoncée le 11 août 2015. Ainsi, le nouveau mécanisme de fixation ne sera plus fondé sur le cours pivot de la veille, mais sur le cours de clôture au comptant de la veille, se rapprochant ainsi d'un mécanisme déterminé par le marché.

Cela a eu d'importantes répercussions sur les marchés internationaux, les marchés boursiers européen, américain et japonais enregistrant une baisse comprise entre 7 % et 13 %, après avoir affiché un profil sans réelle tendance au cours de l'été. Ces marchés ont toutefois connu un léger rebond par la suite, sous l'effet des mesures prises par les autorités chinoises et des commentaires perçus comme accommodants formulés par la BCE et les responsables de la Réserve fédérale. La plupart des analystes de marché ont considéré les répercussions sur les marchés boursiers des pays développés comme étant excessives et accentuées par des prises de position unilatérales ainsi que par un faible niveau de liquidité au cours des mois d'été. Les turbulences sur le marché boursier chinois ont également eu de fortes répercussions sur les marchés de matières premières. Les prix du pétrole et des métaux industriels ont poursuivi leur baisse, retombant à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2009, sous l'effet d'une offre excédentaire et d'anticipations selon lesquelles la demande resterait modérée en raison du ralentissement de la croissance mondiale. En conséquence, il ressort des contrats à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans que le marché anticipe

une persistance du bas niveau des prix du pétrole, les prix de certains contrats à terme ayant enregistré une baisse allant jusqu'à 17 dollars le baril au cours des six mois précédents.

S'agissant des taux de change, l'euro s'est apprécié en termes nominaux effectifs par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux. Il a également atteint un point haut intrajournalier de 1,170 contre le dollar, le 24 août, avant de revenir à 1,125 dollar le 1er septembre. Ces évolutions ont été attribuées à la plus faible probabilité que le Comité fédéral de l'*open market* relève prochainement ses taux compte tenu des évolutions internationales, ainsi qu'au dénouement d'opérations de portage (*carry trade*) libellées en euros, comme le confirme la réduction du nombre de positions courtes dans les données hebdomadaires de la *Commodity Futures Trading Commission* aux États-Unis.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro, la baisse des prix du pétrole a également entraîné une diminution des mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés et a contribué au recul des rendements obligataires et à une plus forte volatilité des marchés. Les rendements réels n'ont pas baissé autant que les rendements nominaux en raison d'un fléchissement des taux d'inflation tirés des marchés.

S'agissant des évolutions observées au cours des derniers mois sur les marchés de valeurs à revenu fixe, les volumes négociés sur l'Eurex au titre des contrats à terme sur le *Bund* allemand à dix ans se sont constamment inscrits en deçà de leur moyenne saisonnière sur cinq ans, à l'exception des épisodes de forte volatilité en mai 2015 et de la récente incertitude liée à la Chine. L'activité des investisseurs sur le marché obligataire au comptant a également été modérée, les volumes négociés dans les pays connaissant des difficultés diminuant dans de moindres proportions qu'ailleurs.

Pour ce qui concerne la mise en oeuvre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), la faible liquidité est devenue plus apparente sur certains compartiments de marché, comme par exemple les obligations supranationales ou émises par des entités de plus petite taille ainsi que sur la partie la plus longue de la courbe. S'agissant du rythme des achats dans le cadre de l'APP, comme publié le 7 septembre 2015, la BCE a effectué des achats à hauteur de 51,6 milliards d'euros en août. En raison du niveau modéré des achats anticipés d'actifs au cours des mois précédents, les achats de l'Eurosystème se sont élevés, en moyenne, à 60 milliards d'euros par mois environ au cours des six premiers mois de l'APP. Les achats effectués dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3) se sont élevés à 7,5 milliards d'euros en août et la valeur comptable des avoirs au titre du CBPP3 s'est établie à 111,5 milliards d'euros environ à fin août, la part des achats effectués sur le marché primaire représentant 17,9 %. En ce qui concerne les achats de titres adossés à des actifs (ABS), l'Eurosystème a procédé à des achats à hauteur de 1,3 milliard d'euros en août, portant la valeur comptable des avoirs détenus dans le cadre du programme d'achats d'ABS à 11,1 milliards à la fin de ce mois, la part des achats réalisés sur le marché primaire représentant 27,2 %.

De septembre à novembre 2015, les achats effectués dans le cadre de l'APP ont dû de nouveau être légèrement anticipés afin de préparer la diminution attendue de la liquidité en décembre.

Enfin, concernant les marchés monétaires et la liquidité, l'excédent de liquidité s'est accru progressivement. Il a augmenté de 100 milliards d'euros au cours de la période de constitution de réserves pour atteindre 499 milliards d'euros le 1^{er} septembre 2015. L'activité sur le marché interbancaire a légèrement diminué dans l'ensemble, en raison du niveau élevé de l'excédent de liquidité et aussi de la réticence des banques à intervenir sur le marché monétaire à des niveaux proches de - 20 points de base. Dans ce contexte, les taux du marché monétaire sont demeurés stables à de bas niveaux.

L'accroissement de l'excédent de liquidité s'est reflété dans les anticipations de taux à court terme. Les taux anticipés de l'Eonia ont encore fléchi en août. Les taux implicites des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois sont également devenus négatifs sur les échéances courant jusqu'en septembre 2016, de sorte que l'ensemble de la courbe Euribor à l'horizon d'un an a été négative. Sur le marché au comptant, de nouveaux points bas ont été enregistrés pour les taux Euribor à 3 mois.

Les turbulences qui ont affecté les marchés internationaux ainsi que les évolutions en Chine ont eu jusqu'à présent une incidence très limitée sur les marchés monétaires de la zone euro. Les actions de la BCE, à savoir les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*), les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et les programmes d'achats d'actifs, ont permis de préserver une très grande stabilité de la courbe du marché monétaire et de garantir la résilience et la protection du marché monétaire de la zone euro face aux chocs à l'échelle mondiale.

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.

La croissance mondiale est demeurée progressive et inégale entre les différentes régions. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a diminué pour s'inscrire à 50,7 en août 2015, après 51,0 au cours des deux mois précédents. La dynamique des échanges commerciaux internationaux est restée faible au cours du premier semestre 2015. Le volume des importations mondiales de biens a diminué de 0,9% en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, après un recul de 1,7 % au premier trimestre. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est resté inférieur à 50,0 en août, avec un chiffre de 49,9, sans changement par rapport à juillet.

L'inflation mondiale est restée modérée. L'inflation totale dans les pays de l'OCDE est demeurée inchangée en juillet, à 0,6 % en glissement annuel, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement accentuée, passant de 1,6 % en juin à 1,7 %, dans un contexte de volatilité des prix du pétrole et d'importante sous-utilisation des capacités de production. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue mi-juillet 2015, les cours du *Brent* ont diminué de 13 % pour s'établir à 50 dollars le baril le 1^{er} septembre (la baisse a été de 15 % en euros) tandis qu'on observait également un recul des prix des matières premières hors pétrole, en particulier des métaux et des produits alimentaires. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro s'est apprécié de 1,8 % par rapport au dollar et, en termes effectifs nominaux, de 2,6 % et 4,1 % vis-à-vis des 19 et 38 principaux partenaires commerciaux, respectivement.

Dans la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat du 14 août 2015, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, après une progression de 0,4 % au premier trimestre. Si aucune ventilation par pays à l'intérieur de la zone euro n'est encore disponible, les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays indiquent que la demande intérieure et les exportations nettes ont apporté une contribution positive, alors que celle de la variation des stocks a été négative.

La production industrielle hors construction a fléchi de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015, au cours duquel l'indicateur de la BCE relatif aux nouvelles commandes à l'industrie dans la zone euro a fortement augmenté. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) de la Commission européenne se sont tous deux établis en juillet et en août, en moyenne, au-dessus de leurs moyennes respectives du deuxième trimestre 2015. En outre, ces deux indicateurs sont supérieurs à leurs moyennes de long terme respectives.

À plus long terme, les dépenses de consommation privée devraient demeurer le principal moteur de la reprise économique dans la zone euro. L'investissement des entreprises devrait poursuivre son timide redressement au premier semestre 2015, avec le retour du taux d'utilisation des capacités productives à des niveaux proches de sa moyenne de long terme, l'atténuation des obstacles à la production et l'assouplissement des contraintes pesant sur l'offre de crédit.

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 refermement progressif de l'écart de production négatif.

Les marchés du travail sont encore relativement faibles, mais la situation s'est globalement améliorée. L'emploi a encore progressé, de 0,1 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2015. Le taux de chômage de la zone euro, qui a commencé à diminuer mi-2013, s'est encore réduit entre le premier et le deuxième

trimestre 2015, ressortant à 10,9 % en juillet. Les données d'enquêtes disponibles indiquent la poursuite d'une croissance modérée de l'emploi pour la période à venir.

Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,8 % en 2017, soit des taux légèrement inférieurs à ceux des projections de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème. Ces révisions à la baisse reflètent essentiellement le fléchissement de la demande extérieure, lié au ralentissement de la croissance des marchés émergents, et la diminution du contenu en importations de la croissance mondiale. Depuis la date d'arrêté du 12 août pour les informations prises en compte pour les hypothèses techniques sous-tendant les projections, le taux de change effectif de l'euro s'est apprécié et les prix du pétrole ont diminué. Dans l'ensemble, ces évolutions laissent présager un léger accroissement des risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro.

Concernant les évolutions de prix dans la zone euro, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie, selon l'estimation rapide d'Eurostat, à 0,2 % en août, sans changement par rapport à juin et à juillet. La stabilité du taux d'inflation globale résulte d'une nouvelle décélération de la hausse des prix de l'énergie, compensée par les progressions des taux de variation annuels des composantes produits alimentaires non transformés et produits manufacturés hors énergie. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est également demeurée stable par rapport à juillet, ressortant à 1,0 % en août.

Dans l'ensemble, si l'on observe de nombreuses mesures de l'inflation sous-jacente et l'évolution des différentes composantes de l'IPCH, il reste prématuré de conclure avec certitude qu'un point de retournement de la dynamique d'inflation ait été atteint plus tôt dans l'année. S'agissant d'un certain nombre d'autres indicateurs de prix, les dernières données d'enquêtes sur les prix ont montré une modération de la tendance haussière observée depuis le début de l'année. Les indices des prix des intrants tirés de l'enquête auprès des directeurs d'achat de la zone euro ont fléchi en août, tandis que ceux des prix des produits finaux sont restés globalement stables. Cependant, leurs niveaux restent plus élevés qu'en début d'année. Selon les données tirées de l'enquête de la Commission européenne, les prix de vente dans les secteurs du commerce de détail et des services de la zone euro ont également reculé en juillet. En août, ces prix se sont légèrement redressés dans le commerce de détail, ils sont restés stables dans les services et ont encore diminué dans le secteur industriel.

En ce qui concerne les biens de consommation, les prix à l'importation restent la principale source de tensions en amont de la chaîne des prix. Tandis que les prix à l'importation ressortent à des niveaux élevés pour les biens de consommation hors produits alimentaires et, dans une moindre mesure, pour les produits alimentaires, les sources domestiques de tensions en amont de la chaîne des prix demeurent modérées. Les indices des prix à la production pour juin et juillet, disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 15 et 16 juillet, indiquent que les prix à la production des biens de consommation hors produits alimentaires ont amorcé une

légère hausse, ressortant à 0,2 % en juillet. Même si ces prix se sont maintenus à des niveaux faibles, les régularités historiques suggèrent qu'un retournement est probable, dès que les répercussions de la forte dépréciation antérieure de l'euro commenceront à se renforcer.

Les projections macroéconomiques de septembre 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient que l'inflation mesurée par l'IPCH s'établira à 0,1 % en moyenne en 2015 et se redressera pour s'établir à 1,1 % en 2016 et à 1,7 % en 2017. Par rapport aux projections de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives en matière de progression de l'IPCH ont été révisées à la baisse, principalement en raison de la diminution des prix du pétrole. Et si l'on tient compte aussi des évolutions des prix du pétrole et des taux de change après la date d'arrêté du 12 août, il existe des risques à la baisse par rapport aux projections d'inflation établies en septembre.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les mesures fondées sur le marché ont de nouveau diminué au cours de l'été, après le redressement par rapport aux points bas enregistrés mi-janvier. Le 1^{er} septembre 2015, par exemple, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans s'est inscrit à 1,7 % après 1,8 % mi-juillet. Il n'y a pas eu de publication de la campagne d'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels depuis la dernière réunion de politique monétaire.

En ce qui concerne les conditions financières et monétaires, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est légèrement pentifiée sur les échéances les plus longues. Malgré la récente réévaluation sur les marchés financiers, et traduisant le décalage de la répercussion des taux de la politique monétaire sur les taux débiteurs des banques, le taux débiteur composite pour les sociétés non financières (SNF) a diminué entre fin 2014 et juillet 2015. Les taux des prêts au logement accordés aux ménages ont globalement fléchi au deuxième trimestre 2015, avant d'amorcer une hausse en juin et en juillet.

Selon les estimations disponibles, le coût nominal global du financement externe pour les SNF de la zone euro a légèrement augmenté en août, après une faible baisse en juillet. La progression observée en août traduit essentiellement l'accroissement de la prime de risque sur actions, résultant d'un fléchissement des prix des actions. En juillet et en août, le coût de l'endettement de marché et des fonds propres pour les SNF a été en moyenne supérieur d'environ 45 points de base au niveau observé en février 2015. Les données mensuelles montrent que les émissions nettes de titres de créance par les SNF se sont ralenties en mai et juin 2015. Cette évolution est intervenue après l'accélération des émissions au premier trimestre 2015, associée au lancement du programme étendu d'achats d'actifs. S'agissant des autres indicateurs boursiers, les ratios cours/bénéfices des sociétés financières et non financières se sont redressés par rapport à leur point bas de fin 2011, mais ont diminué de nouveau fortement depuis mai. Les ratios cours/valeur comptable divergent depuis 2012, le ratio des sociétés financières ayant moins progressé que celui des sociétés non financières.

En ce qui concerne les évolutions de la monnaie et du crédit, les données de juillet font état d'une croissance robuste de l'agrégat large, orientée vers ses composantes les plus liquides. En juillet, le taux de croissance annuel de M3 a progressé pour s'établir à 5,3 %, contre 4,9 % en juin. La croissance de M3 continue d'être tirée par M1 (dont la progression annuelle s'est encore accentuée en juillet, à 12,1% après 11,7 % en juin), reflétant le faible coût d'opportunité de la détention des instruments les plus liquides ainsi que les cessions d'obligations du secteur public et d'obligations sécurisées par le secteur détenteur de monnaie dans le cadre de l'APP. S'agissant des contreparties de M3, les arbitrages au détriment des engagements financiers à long terme (liés en partie à l'attractivité des TLTRO) vers des instruments inclus dans M3 et l'augmentation des créances des IFM (y compris l'Eurosystème) sur les administrations publiques, reflétant des achats dans le cadre du PSPP, ont été les principaux facteurs contribuant à la croissance annuelle de la monnaie au cours des derniers mois, tandis que la contribution des créances sur le secteur privé est devenue légèrement positive.

L'activité de prêt des IFM au secteur privé non financier de la zone euro a continué de se redresser jusqu'en juillet, mais la dynamique des prêts des IFM demeure globalement faible. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est encore redressé dans la plupart des pays de la zone euro. La croissance des prêts des IFM aux ménages a également continué de se raffermir au deuxième trimestre 2015. Plus précisément, le rythme annuel de variation des prêts aux SNF (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est accéléré, pour s'établir à 0,9 % en juillet, après 0,2% en juin, prolongeant sa reprise progressive entamée début 2014. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a augmenté, à 1,9 % en juillet 2015, après 1,7 % en juin.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, les ratios de déficit public et de dette publique devraient diminuer sur l'horizon de projection. La baisse prévue du ratio de déficit public par rapport au PIB est imputable à l'amélioration conjoncturelle de l'économie de la zone euro et à la diminution des charges d'intérêt. Dans le même temps, l'orientation budgétaire moyenne dans la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre sur l'horizon de projection.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a noté que la reprise économique de la zone euro devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus lent que prévu, reflétant largement le ralentissement des économies de marché émergentes. Même s'il est encore trop tôt pour déterminer si ces évolutions peuvent avoir une incidence durable sur la production et sur l'inflation (mesurée par l'IPCH) de la zone euro, les risques à la baisse se sont intensifiés. Les difficultés auxquelles sont confrontées les économies de marché émergentes assombrissent les perspectives mondiales et ne devraient pas s'atténuer rapidement. La baisse des prix du pétrole devrait soutenir la demande

intérieure dans la zone euro, sans toutefois compenser intégralement l'incidence du fléchissement de la demande mondiale et du renforcement du taux de change de l'euro.

Dans l'ensemble, des prix des matières premières plus bas que prévu, la récente appréciation du taux de change de l'euro et une croissance économique légèrement plus faible qu'attendu ont augmenté les risques à la baisse en ce qui concerne la réalisation d'une trajectoire soutenable de l'inflation vers un niveau de 2 %. Cette situation s'est traduite par les révisions à la baisse des dernières projections macroéconomiques de la BCE et a été renforcée par les évolutions économiques et financières les plus récentes. Dans le même temps, les conditions monétaires et financières demeurent favorables, en raison principalement de l'orientation accommodante de la politique monétaire, même si d'importantes fluctuations des prix des actifs pèsent sur les conditions financières et les primes de risque.

Le recoupement des résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire fait ressortir la nécessité de mettre en œuvre résolument les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et de suivre attentivement l'ensemble des informations pertinentes disponibles en ce qui concerne leur incidence sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Au vu de ces évolutions et des nouvelles sources d'incertitude, il n'était pas nécessaire d'agir lors de la présente réunion, mais il était très important pour le Conseil des gouverneurs de trouver le juste équilibre entre, d'une part, ne pas tirer de conclusions hâtives sur l'incidence durable des dernières évolutions économiques et financières et, d'autre part, reconnaître que les risques à la baisse se sont nettement accentués.

Dans ce contexte, une communication appropriée en matière de politique monétaire demeure essentielle. Le Conseil des gouverneurs pourrait indiquer qu'il estime que les risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation se sont accentués et qu'il suivrait attentivement les risques entourant les perspectives d'évolution des prix dans la zone euro à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs pourrait également souligner avec détermination sa volonté et sa capacité d'agir, si nécessaire, en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat, et rappeler que le programme d'achat d'actifs offre une flexibilité suffisante.

M. Cœuré a présenté les détails opérationnels concernant le relèvement de la limite de la part d'émission dans le cadre du programme d'achat d'actifs du secteur public (PSPP), de 25 % actuellement à 33 %, qui a été proposé pour deux raisons. Premièrement, l'article 5 de la décision BCE/2015/10 adoptée le 4 mars 2015 prévoyait un réexamen de la limite à l'issue des six premiers mois. Deuxièmement, le relèvement de la limite favoriserait la mise en œuvre du programme étendu d'achat d'actifs, en préservant une flexibilité suffisante dans la mise en œuvre du PSPP.

Un aspect important lors de l'adoption de la limite de la part d'émission a été d'éviter de placer l'Eurosystème en situation d'acquiescer à une minorité de blocage au titre de clauses d'action collective lors d'une éventuelle

restructuration de dette. Dans certains cas, l'Eurosystème ne pourrait donc pas acquérir plus de 25 % de l'encours des titres émis, ces cas représentant néanmoins une faible part de l'encours global des titres éligibles au PSPP.

Dans ce contexte, il a été proposé de porter la limite à 33 % pour toutes les obligations éligibles au PSPP, sachant que pour chaque obligation dont la minorité de blocage interviendrait en dessous de 33 %, les achats seraient limités à 25 %. Les obligations pour lesquelles la minorité de blocage se situe en dessous de 33 % doivent donc faire l'objet d'une vérification au cas par cas.

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 généralement partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2015 a été plus faible qu'anticipé, tandis que les dernières données économiques, y compris les données d'enquêtes disponibles jusqu'en août, ont été considérées comme globalement cohérentes avec la poursuite d'une reprise économique modérée dans la zone euro. On estime désormais que la reprise devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus faible qu'anticipé auparavant. Si la demande intérieure de la zone euro semble s'être relativement bien tenue, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs mi-juillet de nouvelles faiblesses sont apparues dans l'environnement international. Le ralentissement de l'activité dans les économies de marché émergentes, notamment, pèse sur la croissance et le commerce à l'échelle mondiale, entraînant une moindre progression de la demande extérieure adressée à la zone euro. Ce diagnostic ressort globalement des projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE, qui intègrent une révision à la baisse des perspectives de croissance par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2015 des services de l'Eurosystème.

Les membres du Conseil ont débattu des perspectives et des risques relatifs à l'environnement international. Il a été noté qu'un ralentissement de la croissance du commerce mondial avait été observé depuis un certain temps, les signes d'une élasticité plus faible de la croissance mondiale aux échanges indiquant probablement une évolution de nature structurelle depuis le début de la crise financière. Il est dès lors probable que le récent ralentissement reflète une combinaison de facteurs structurels et conjoncturels. En outre, l'incertitude découlant de l'évolution des conditions économiques et financières dans les économies de marché émergentes, notamment la Chine, s'est nettement accrue. Il a été souligné que l'interprétation des dernières évolutions en

Chine était très délicate, et qu'il était nécessaire de disposer de plus de temps et d'une analyse plus approfondie pour mieux comprendre ces évolutions et leurs répercussions pour la zone euro dans une perspective à moyen terme. Même si l'incidence éventuelle d'un ralentissement de la croissance en Chine sur la croissance de la zone euro ne devrait pas être surestimée, il convient de reconnaître que la Chine a constitué un important moteur de la croissance mondiale au cours des 20 dernières années, occupant un rôle de plus en plus important dans les chaînes de valeur mondiales. En outre, le ralentissement de la demande en Chine pourrait être à l'origine d'un accroissement de l'incertitude à l'échelle mondiale et d'une éventuelle perte de confiance, ce qui aurait des répercussions plus fortes sur la croissance mondiale.

La récente volatilité sur les marchés internationaux a été généralement considérée comme un signal clair que les perspectives économiques sont soumises à des risques plus importants et à une incertitude accrue. Toutefois, il a été jugé prématuré de déterminer si une réévaluation des fondamentaux était nécessaire, s'agissant notamment des perspectives de croissance plus faibles en Chine et dans d'autres économies de marché émergentes, ou si d'autres facteurs étaient à l'origine du niveau élevé de la volatilité observé récemment sur les marchés internationaux, y compris des modifications du comportement des opérateurs et des évolutions de l'environnement réglementaire. Au total, il a été considéré qu'il était trop tôt pour déterminer si les dernières évolutions externes auraient une incidence effective sur la zone euro, mais on s'est accordé sur le fait que les risques à la baisse s'étaient clairement renforcés et qu'il était impératif de suivre attentivement les évolutions et les politiques économiques à l'extérieur de la zone.

S'agissant des récentes évolutions du taux de change de l'euro, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs mi-juillet l'euro s'est légèrement apprécié tant vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux, notamment si l'on considère une mesure plus large du taux de change effectif nominal fondée sur un panier de 38 devises. Si les récentes évolutions peuvent être dues en partie au dénouement d'opérations de *carry trade* financées en euros dans un contexte d'intensification de l'aversion au risque, les évolutions des perspectives concernant la politique monétaire dans d'autres zones monétaires, incluant les économies avancées et émergentes, et des anticipations des marchés qui leur sont associées pourraient également avoir joué un rôle.

Si l'environnement extérieur est difficile et la volatilité accrue, un certain nombre de facteurs montrent la capacité de résistance de la zone euro. À plus long terme, la reprise conjoncturelle dans la zone euro devrait se poursuivre au second semestre de l'année, la croissance modérée du PIB en volume se poursuivant et l'écart de production se resserrant progressivement sur l'horizon de projection. Les dernières données relatives au climat des affaires et les enquêtes auprès des directeurs d'achat dénotent une certaine robustesse de la zone euro aux évolutions extérieures, sans qu'aucun effet important sur l'activité ne soit visible jusqu'à présent. Parmi les principaux facteurs mentionnés, il a été observé que le bas niveau des cours du pétrole et des matières premières soutenait le pouvoir d'achat et favorisait la reprise au plan intérieur. La baisse continue du taux de chômage dans la zone euro représente un autre signal positif. De plus, il est apparu que le processus de

déévaluation interne, qui entraîne un ajustement des prix et des coûts dans les différents États membres, est largement achevé au sein de la zone euro, ce processus se traduisant par une diminution des pressions à la baisse à court terme sur la demande et sur les prix dans les économies respectives, même si différents points de vue ont pu être exprimés quant à l'ampleur des rééquilibrages restant à effectuer. Enfin, l'assainissement budgétaire ne pèse plus sur la croissance, tandis que l'ampleur de nouveaux ajustements de bilan à réaliser dans le secteur privé est apparue moins claire.

Cela étant, les performances en termes de croissance de l'économie mondiale et, en particulier, de la zone euro peuvent être considérées comme décevantes dans une perspective de long terme. Il a été rappelé que l'activité économique dans la zone euro n'avait pas encore retrouvé le niveau observé en 2008, et que l'investissement était toujours nettement inférieur à son niveau d'avant la crise. Les évolutions récentes dénotent la fragilité du modèle de croissance de la zone euro, qui semble trop s'appuyer sur la demande extérieure. Dans ce contexte, un soutien plus actif à la demande intérieure doit être fourni par d'autres composantes de la politique économique afin d'asseoir la confiance - *via* des réformes structurelles, la mise à disposition d'infrastructures publiques suffisantes et des réformes fiscales propices à la croissance, autant de mesures qui devaient également atténuer davantage l'impact sur la zone euro des chocs externes.

Les membres du Conseil ont souligné que le rôle de l'investissement était essentiel, tant pour les perspectives à court terme qu'à moyen terme, car il représente un déterminant important de la croissance potentielle. Il a été observé que l'investissement est resté faible depuis la crise, le regain d'incertitude qui prévaut actuellement pesant probablement toujours sur les perspectives d'investissement, plus fortement que ne l'indiquent les projections de septembre 2015 établies par les services de la BCE, qui tablent sur un redressement de l'investissement en 2015 et en 2016, intégrant une légère révision à la baisse en 2016. L'attention a également été attirée sur l'apparente déconnexion entre les indicateurs tirés d'enquêtes et les performances effectives de l'économie au cours des derniers mois, et la question a été soulevée de savoir si cela était dû en partie à des progrès insuffisants en matière de réformes structurelles indispensables pour libérer la croissance et l'investissement. Un appel a été lancé en faveur d'une amélioration des conditions de l'investissement public et privé et, dans ce contexte, un soutien a de nouveau été exprimé pour le plan d'investissement de la Commission européenne et le rôle joué par des infrastructures publiques performantes dans le soutien à la croissance.

Comme ce fut le cas à plusieurs reprises, les membres du Conseil ont également fait référence à l'évaluation du degré de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie. L'écart de production devant se refermer progressivement, il est apparu nécessaire de continuer à analyser une large batterie d'indicateurs de la sous-utilisation des capacités de production. Il a été rappelé que si un certain nombre d'estimations, y compris celles communiquées par les organismes internationaux, situaient l'écart de production dans la zone euro aux environs de 2,5 %, la sous-utilisation était très difficile à mesurer et affectée d'un fort degré d'incertitude. Si le

degré de sous-utilisation était analysé conjointement avec l'inflation et d'autres variables, il en résulterait des estimations bien plus élevées de l'écart de production. Cette analyse pourrait également expliquer le niveau élevé du chômage, mais serait difficile à réconcilier avec les estimations généralement utilisées pour le niveau du chômage structurel, qui, cela étant, diffèrent selon les méthodologies utilisées.

Dans l'ensemble, tandis que la reprise modérée de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre, les risques pesant sur les perspectives restent orientés à la baisse, ils reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'environnement extérieur. En particulier, les évolutions récentes dans les économies de marché émergentes sont susceptibles d'avoir encore des effets défavorables sur la croissance mondiale par le canal des échanges commerciaux et par celui de la confiance.

Dans l'échange de vues relatif aux évolutions budgétaires, il a été observé que l'une des principales caractéristiques des projections actuelles des services de la BCE, et l'un des facteurs soutenant la croissance économique, était l'orientation budgétaire maintenant globalement neutre, après l'assainissement budgétaire réalisé ces dernières années. Dans ce contexte, la politique budgétaire a été jugée susceptible de continuer à soutenir la reprise via un rééquilibrage de la composition de la dépense en faveur de l'investissement public et d'autres mesures propices à la croissance axées sur l'amélioration de la qualité des finances publiques. Cela étant, la marge de manœuvre budgétaire demeure très limitée dans la plupart des pays de la zone euro, compte tenu des règles du Pacte de stabilité et de croissance et des positions budgétaires actuelles.

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. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation dans la zone euro est ressortie à 0,2 % en août 2015, sans changement par rapport aux deux mois précédents, la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie étant également demeurée stable en août, à 1,0 %. L'inflation devait rester très basse à court terme avant de se renforcer vers la fin de l'année et de poursuivre sa hausse en 2016 et en 2017. Toutefois, on estime désormais que l'inflation devrait augmenter moins vite qu'attendu précédemment en raison de la baisse des prix des matières premières, de l'appréciation de l'euro et des perspectives de croissance plus faibles. Compte tenu des évolutions récentes des prix du pétrole, la hausse de l'inflation totale sur le reste de l'année serait plus faible que prévu auparavant, l'incidence haussière des effets de base devant être moindre. Ce diagnostic ressort des projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE, dans lesquelles le profil d'évolution de l'inflation a été révisé à la baisse par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2015 des services de l'Eurosystème.

Compte tenu des fortes fluctuations récentes des prix du pétrole, les membres du Conseil ont examiné les facteurs à l'origine de ces évolutions. Globalement, il est apparu que les évolutions à la baisse les plus récentes des prix du pétrole s'expliquaient principalement par des facteurs d'offre, tels que l'augmentation de la production de l'OPEP et la croissance soutenue de la production de schiste bitumineux aux États-Unis, même si l'on a estimé que des facteurs de demande liés au ralentissement de la croissance mondiale avaient également joué un rôle, la demande de pétrole brut progressant à un rythme moins soutenu que l'offre, accentuant ainsi l'accumulation de stocks.

Compte tenu des évolutions les plus récentes des prix du pétrole et du taux de change de l'euro, des risques à la baisse pèsent sur les projections de septembre 2015 établies par les services de la BCE pour l'inflation. L'ampleur des modifications de certaines hypothèses techniques sous-jacentes des projections depuis la date d'arrêt a été exceptionnelle, reflétant la forte volatilité du marché. En fonction des dates d'arrêt exactes et des procédures utilisées pour le calcul des moyennes, une actualisation mécanique a entraîné, dans la plupart des cas, de nouvelles révisions à la baisse des perspectives de croissance et d'inflation. Dès lors, les dernières évolutions et l'incidence des mesures de politique monétaire, ainsi que les évolutions géopolitiques, des prix de l'énergie et des taux de change, nécessitent un suivi attentif.

Une conclusion qui peut être tirée de la forte sensibilité des perspectives aux hypothèses retenues, notamment le prix du pétrole, est que le Conseil des gouverneurs devrait être prudent vis-à-vis de toute extrapolation à partir des évolutions récentes et ne pas donner trop de poids aux données les plus récentes, toute actualisation des hypothèses dans un contexte d'aussi forte volatilité à court terme ne fournissant qu'une image instantanée de l'environnement économique. Il serait imprudent de tirer des conclusions prématurées de toute évolution à court terme susceptible de varier du jour au lendemain. En revanche, les tensions d'origine interne sur les prix, retracées par exemple par les mesures de l'inflation sous-jacente, étaient en hausse sur l'horizon de projection et avaient largement évolué en ligne avec les anticipations antérieures, bien qu'elles aient aussi été légèrement révisées à la baisse dans les projections pour 2017.

Cependant, il était manifeste que la baisse des cours du pétrole avait affecté les perspectives d'inflation par des effets directs et indirects via différents canaux. Il a également été souligné que, tandis que la révision des perspectives d'inflation était principalement dictée par les prix du pétrole et, dans une certaine mesure, par le taux de change de l'euro et l'environnement extérieur, le risque d'effets de second tour devait faire l'objet d'un suivi attentif au cours de la période à venir. En outre, l'incidence de la baisse de l'inflation sur ses anticipations et sur la charge réelle de la dette devait également être prise en compte.

Un certain nombre de commentaires ont été formulés par les membres du Conseil quant à l'importance d'un examen attentif des évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente. Ces mesures ont été considérées comme un outil analytique utile pour fournir une vision plus large et plus complète de la tendance sous-jacente de l'inflation. Un examen plus détaillé des différentes composantes de l'inflation montre que la hausse des prix des services a été relativement stable à un niveau à peine supérieur à 1 % ces derniers mois, tandis que celle des prix des produits manufacturés hors énergie a augmenté régulièrement au cours des six derniers mois. La hausse de la composante biens durables est cohérente avec l'accroissement de la consommation de ces biens observé au cours des derniers trimestres et avec la forte augmentation des prix à l'importation des biens de consommation hors produits alimentaires, suite à la dépréciation de l'euro. La hausse des prix des produits hors énergie pourrait être un signal indiquant que les entreprises sont en train de retrouver leur capacité à imposer leurs prix. Cela indique également que les faibles taux d'inflation sous-jacente observés dans les pays les plus touchés par la crise se rapprochent de ceux enregistrés dans les autres pays, les évolutions de l'inflation devenant ainsi plus homogènes dans l'ensemble de la zone euro. Cette évolution signifie que les risques déflationnistes s'atténuent dans une plus grande partie de la zone euro. Par rapport au début de l'année, le

risque de pressions déflationnistes généralisées est faible et a diminué. Cependant, bien qu'il ait été jugé nécessaire d'examiner plus précisément les mesures de l'inflation sous jacente, il a été rappelé que, pour la zone euro, ces mesures n'étaient pas un très bon outil de prédiction de l'inflation totale future.

Dans leurs discussions relatives aux anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont remarqué que les mesures fondées sur les marchés avaient cessé d'augmenter depuis les points bas atteints en début d'année et avaient légèrement diminué depuis la dernière réunion de politique monétaire. Au vu des informations relatives à la zone euro et aux États-Unis, faisant état d'une corrélation accrue entre les prix actuels du pétrole et les anticipations d'inflation, comme par exemple le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, il est apparu surprenant que les prix actuels du pétrole puissent avoir une forte incidence sur l'inflation à un horizon aussi éloigné. Il a été noté que la corrélation entre les prix du pétrole et les anticipations d'inflation existe depuis quelque temps, mais qu'au cours des dix-huit derniers mois, le lien entre l'inflation actuelle et les anticipations d'inflation s'était considérablement renforcé. Cela pouvait être compris comme indiquant une perte d'ancrage des anticipations d'inflation nécessitant un suivi attentif, tout en signalant d'éventuelles insuffisances des indicateurs fondés sur les marchés, et dans le fonctionnement des compartiments sous-jacents des marchés. Dans ce contexte, la nécessité pour le Conseil des gouverneurs de continuer à mener une analyse globale de l'ensemble des facteurs déterminant les évolutions des anticipations d'inflation a été soulignée, ainsi que celle de suivre attentivement tous les éventuels signaux d'un désancrage des anticipations d'inflation.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont considéré que même si l'on pouvait s'attendre à un renforcement de l'inflation dans la zone euro, les perspectives en matière d'inflation s'étaient récemment affaiblies, nécessitant un examen plus approfondi pour opérer une distinction entre les facteurs temporaires et les facteurs plus persistants pertinents à un horizon de moyen terme. Dans leur évaluation des risques entourant les perspectives d'inflation, un large consensus s'est aussi dégagé sur l'orientation des risques à la baisse, compte tenu du recul des prix des matières premières, du renforcement du taux de change de l'euro et de perspectives de croissance légèrement plus faibles.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction, selon laquelle la dynamique de la monnaie et du crédit a continué de se redresser, avec le soutien des mesures de politique monétaire en place. Tout en faisant état d'une faible progression sur la majeure partie de la période postérieure à 2010, les données récentes confirment une expansion robuste de l'agrégat monétaire large (M3), avec une nouvelle accélération en juillet 2015. Cette croissance a continué d'être tirée par les composantes les plus liquides de l'agrégat monétaire large.

Les évolutions récentes des prêts, qui ont poursuivi leur redressement progressif depuis début 2014, ont été jugées comme des signes encourageants. Les données les plus récentes relatives aux prêts rendent compte de la poursuite de l'amélioration des conditions du crédit, les prêts consentis aux ménages et aux entreprises s'étant accélérés en juillet 2015, soutenus en partie par l'orientation accommodante de la politique monétaire. Cette tendance positive a été généralisée, dénotant une diminution de la fragmentation et de l'hétérogénéité au sein

de la zone euro. Le redressement de la dynamique des prêts a été soutenu par le recul généralisé des taux débiteurs bancaires depuis l'annonce des mesures d'assouplissement du crédit à l'été 2014, ainsi que par les conditions de financement favorables des banques. Ces éléments attestent de l'efficacité des mesures de politique monétaire de la BCE ; autres facteurs à prendre en compte, les banques ont commencé à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs du secteur privé.

Globalement, la croissance des prêts a été jugée encore modérée, demeurant nettement en deçà des taux de croissance enregistrés au cours de la reprise éphémère de cette activité en 2010 et 2011, et inférieure à la progression des agrégats monétaires. La modération de la croissance des prêts a été considérée comme encore imputable à l'ajustement en cours des bilans des secteurs financier et non financier, en particulier dans certains pays de la zone euro après des récessions de bilans qui ont freiné une expansion plus robuste des crédits bancaires. Dans ce contexte, il a également été fait référence aux ratios cours/valeur comptable des sociétés financières cotées, qui sont restés faibles et ont encore baissé récemment, malgré l'achèvement de l'évaluation complète menée en 2014, le démarrage de la surveillance prudentielle à l'échelle de la zone euro par le MSU et les mesures de politique monétaire en place. Cela tend à indiquer que l'ajustement dans le secteur bancaire est loin d'être achevé, même si une évolution plus favorable du rapport entre les cours boursiers et les valeurs comptables est perceptible si l'on ne considère qu'un échantillon des principales banques de la zone euro, susceptibles de bénéficier davantage de l'activité sur les marchés de capitaux.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

Les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation et les considérations présentées par M. Praet dans son introduction. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la situation économique globale dans la zone euro était devenue plus difficile depuis avant l'été. Dans le même temps, les révisions des perspectives n'ont pas fondamentalement modifié le scénario d'une poursuite de la reprise modérée de l'économie de la zone euro et d'une remontée progressive des taux d'inflation au cours des prochaines années. Toutefois, compte tenu des évolutions récentes de l'économie mondiale, en particulier dans les économies de marché émergentes, et de celles intervenues sur les marchés financiers, de matières premières et des changes, les risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro se sont clairement accrus.

Dans ce contexte, il a été largement admis que même si la volatilité récente des marchés était un signe d'accroissement du risque et d'incertitude grandissante concernant les perspectives économiques, il était trop tôt pour savoir si ces évolutions auraient un impact durable sur les évolutions économiques dans la zone euro et, en particulier, sur les perspectives d'inflation à moyen terme. Il a été estimé qu'il fallait davantage de temps pour mieux appréhender les forces sous-jacentes à l'œuvre et pour analyser de manière plus approfondie les facteurs à l'origine de la volatilité récente sur les marchés financiers et de matières premières. En particulier, il a été jugé nécessaire d'évaluer plus en détails si ces évolutions reflétaient des modifications des fondamentaux macroéconomiques, telles qu'une inflexion plus durable des perspectives de croissance de l'économie

mondiale, ou si l'accroissement de la volatilité pouvait être lié à des changements dans le fonctionnement des marchés financiers et dans le comportement des opérateurs, par exemple en raison de modifications de l'environnement réglementaire, avec une incidence sur la liquidité de marché et le rôle des banques comme teneurs de marché.

Un large accord a été exprimé avec les considérations présentées par M. Praet, à savoir la nécessité de trouver le juste équilibre entre reconnaître qu'il existe des risques accrus à la baisse, compte tenu des évolutions récentes et des nouvelles sources d'incertitude, et éviter de tirer des conclusions prématurées en ce qui concerne une éventuelle incidence plus durable sur les perspectives et les implications de politique économique pour la zone euro.

Conformément à cette évaluation globale, il a été rappelé que la politique monétaire de la BCE demeurait, dans l'ensemble, accommodante et soutenait la reprise économique et une remontée progressive de l'inflation. Il a été souligné que la faiblesse récente de la dynamique de la croissance et la réapparition de risques pesant sur les perspectives d'inflation étaient principalement liées à des facteurs externes, qui échappaient au contrôle de la politique monétaire mais dont les effets étaient probablement atténués par les mesures de politique monétaire mises en place. De plus, depuis la décision de s'engager dans un programme d'assouplissement monétaire au début de l'année, l'économie de la zone euro s'est inscrite sur une trajectoire plus solide, sous l'effet de facteurs domestiques, une reprise conjoncturelle modeste étant appelée à se poursuivre. En conséquence, les risques de déflation se sont atténués par rapport au début de l'année et il est nécessaire de faire preuve de davantage de patience pour voir l'inflation se redresser plus fortement, tandis que la croissance de la monnaie et du crédit a déjà démontré l'influence des mesures de politique monétaire.

Toujours en concordance avec l'évaluation globale, il a été rappelé, en revanche, que les conditions financières s'étaient durcies, comme l'atteste la hausse des taux d'intérêt réels, la baisse des cours boursiers et l'appréciation de l'euro. Les anticipations d'inflation ont également fléchi récemment, malgré l'assouplissement monétaire significatif en vigueur. De plus, il est apparu que la liquidité injectée par le biais des mesures de politique monétaire de l'Eurosystème se répartissait inégalement à travers la zone euro et n'alimentait que très lentement une progression de la demande et de l'activité.

Dans ce contexte, il a été jugé nécessaire de suivre attentivement l'ensemble des informations pertinentes disponibles en ce qui concerne les conséquences potentielles pour l'orientation de la politique monétaire et les perspectives de stabilité des prix. Il convient d'accorder une attention particulière aux risques liés à l'environnement extérieur et aux éventuels signes d'apparition d'effets de second tour dans un contexte de baisse prononcée et durable des cours du pétrole. Même si, dans l'ensemble, il est apparu nécessaire d'attendre que la situation se clarifie s'agissant des implications à moyen terme des événements récents, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'inflation s'étaient

accrus. Par conséquent, il était important de faire part de la volonté d'agir du Conseil des gouverneurs et de sa capacité à le faire, si besoin, en soulignant la flexibilité inhérente au dispositif APP s'agissant de sa dimension, de sa composition et de sa durée. Dans le même temps, il a été jugé nécessaire d'affirmer que l'APP serait intégralement mis en œuvre et fonctionnerait jusqu'à la fin septembre 2016, et au-delà le cas échéant, afin de garantir un retour durable des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Il a également été estimé qu'il fallait faire confiance à l'efficacité des mesures de politique monétaire existantes, qui avaient besoin de temps pour se répercuter sur l'économie de la zone euro. Il convenait de souligner, dans ce contexte, que l'APP n'en était qu'à un tiers de la trajectoire qui avait été fixée par le Conseil des gouverneurs, ce qui signifiait qu'une part importante de l'assouplissement monétaire restait à venir.

Enfin, il a été demandé de renforcer la communication sur la nécessité que les autres domaines de la politique économique contribuent de manière décisive à soutenir la reprise de la zone euro avec des mesures appropriées. Dans l'environnement actuel en particulier, les autres pans de la politique économique, outre la politique monétaire, doivent se tenir prêts à amortir les chocs externes susceptibles d'affecter l'économie de la zone euro. En conséquence, il a été jugé important que les politiques budgétaires soutiennent la reprise économique tout en restant conformes au Pacte de stabilité et de croissance. En outre, la poursuite des réformes sur les marchés des biens et services et sur les marchés du travail, et en particulier la mise en œuvre de mesures visant à améliorer l'environnement des affaires, notamment à travers des infrastructures publiques suffisantes, ont été considérées comme essentielles pour accroître l'investissement productif, stimuler la création d'emplois et augmenter la productivité. Une mise en œuvre rapide et efficace de ces réformes, dans un environnement de politique monétaire accommodante, se traduirait non seulement par une croissance économique soutenable plus élevée dans la zone euro mais susciterait également des anticipations de revenus durablement plus élevés et permettrait aux réformes de faire sentir plus rapidement leurs effets bénéfiques, renforçant ainsi la capacité de résistance de la zone euro aux chocs mondiaux.

S'agissant des aspects de mise en œuvre de l'APP, les membres sont généralement tombés d'accord avec M. Cœuré pour estimer qu'une expérience suffisante avait été acquise dans la mise en œuvre du PSPP, ce qui permettait un ajustement à la hausse de la limite de la part d'émission dans le cadre du réexamen préannoncé de cette limite après les six premiers mois d'achats. Le fait de porter cette part à 33 % a été perçu comme pouvant réduire les risques liés à la mise en œuvre à l'avenir et permettre des achats conformément au principe de neutralité du marché. Dans le même temps, il a été convenu qu'une augmentation de la limite de la part d'émission ne devrait pas entraîner la création d'une minorité de blocage en faveur de l'Eurosystème dans le cas d'une restructuration de dette. À cet égard, il a été souligné qu'il subsistait une incertitude concernant le seuil applicable et le mécanisme de restructuration de dette retenu.

Il a été souligné que même s'il n'y avait pas à l'heure actuelle de goulets d'étranglements spécifiques pour l'approvisionnement en obligations, il était généralement considéré comme important d'agir de façon

préventive en ajustant la limite de la part d'émission de manière rapide et prospective. Relever aujourd'hui cette limite, reflétant un ajustement technique des paramètres du PSPP, a été jugé comme étant le meilleur moyen de contribuer à la poursuite d'une mise en œuvre sans heurt de l'APP, favorisant l'efficacité du programme comme annoncé en janvier, et cette décision soulignerait également le fait que les paramètres de l'APP peuvent être ajustés de manière flexible.

Décisions et communication de politique monétaire

En tenant compte des avis exprimés par le Conseil des gouverneurs, le Président a conclu qu'il demeurerait prématuré de juger si les évolutions récentes auraient une incidence durable sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme et qu'en conséquence, un suivi attentif de l'ensemble des informations pertinentes s'imposait. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé sa volonté et sa capacité d'agir, si nécessaire, en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat, notamment la flexibilité de ses programmes d'achats d'actifs s'agissant de l'ajustement de leur dimension, de leur composition et de leur durée. Un large consensus s'est également dégagé pour souligner que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros seraient intégralement mis en œuvre jusqu'à fin septembre 2016, et au-delà si nécessaire, et, dans tous les cas, jusqu'à ce que l'on observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation en conformité avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de parvenir à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Tenant compte des discussions qui s'étaient 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 demeurerait inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

En ce qui concerne les mesures de politique monétaire non conventionnelles, le Conseil des gouverneurs a en outre décidé de porter la limite de la part d'émission du niveau initial de 25 % à 33%, moyennant une vérification au cas par cas que cela ne placerait pas l'Eurosystème en situation de détenir une minorité de blocage, auquel cas la limite de la part d'émission demeurerait à 25 %.

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/is150903.en.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150903.en.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 2 et 3 septembre 2015

Membres

M. Draghi, président

M. Constâncio, vice-président

M. Bonnici

M. Cœuré

Mme Georghadji

M. Hansson

M. Honohan

M. Jazbec*¹

M. Knot*

Mme Lautenschläger

M. Liikanen

M. Linde

M. Makúch

M. Mersch

M. Nowotny*

M. Noyer

M. Praet

M. Reinesch

M. Rimševičs

M. Smets

M. Stournaras

M. Vasiliauskas

M. Visco

M. Weidmann

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

¹ Sauf pour la partie de la réunion s'étant tenue le 2 septembre 2015.

Autres participants

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

Personnes accompagnantes

M. Beau

M. Bitāns

M. Bohneč², Suppléant de M. Jazbec*

Mme Buch

M. Dewatripont

M. Gerlach

M. Kuodis

M. Leal Faria

M. Malo de Molina

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Panetta

M. Ramalho, Suppléant de M. Costa*

M. Randveer

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Tóth

Mr Välimäki

² Uniquement pour la partie de la réunion s'étant tenue le 2 septembre 2015.

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, Directrice générale Communication

M. Smets, Conseiller auprès du Président

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 19 novembre 2015.