

**2 juillet 2015**

**Compte rendu de la réunion de politique monétaire**

du Conseil des gouverneurs

de la Banque centrale européenne

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

les mardi 2 et mercredi 3 juin 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 14 et 15 avril 2015, la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*) de la BCE s'est poursuivie sans heurt dans un environnement de marché caractérisé par une hausse des rendements des emprunts publics dans la zone euro et par des accès de volatilité, l'augmentation de l'excédent de liquidité exerçant une pression à la baisse sur les taux du marché monétaire de l'euro. La volatilité plus forte et la hausse des rendements obligataires ont eu des répercussions sur d'autres marchés obligataires dans le monde.

S'agissant des évolutions sur les marchés obligataires de la zone euro, la période qui s'est écoulée depuis la réunion de politique monétaire d'avril a été caractérisée par une hausse des rendements, influencée par les emprunts publics allemands. Depuis décembre 2013, date à laquelle le rendement de l'emprunt public à dix ans allemand était de 2 %, les rendements se sont inscrits sur une tendance à la baisse quasiment sans interruption. Le 17 avril 2015, ils ont atteint 0,05 %, leur plus bas niveau intrajournalier jamais observé. Fin avril et durant la première quinzaine de mai, toutefois, le rendement de l'emprunt public à dix ans allemand a fortement augmenté, atteignant des points hauts intrajournaliers proches de 0,78 % les 7 et 14 mai. L'évolution a été la plus prononcée sur les échéances longues, entraînant une accentuation significative de la pente de la courbe des rendements allemands. Depuis, le rendement de l'emprunt public à dix ans allemand a légèrement diminué, s'inscrivant à 0,54 % en fin de journée le 1<sup>er</sup> juin. Les rendements des autres emprunts d'État de la zone euro ont également subi des tensions à la hausse. Au cours des deux premières semaines de ventes massives des obligations, les rendements ont connu une hausse globalement moins importante que ceux des emprunts d'État allemands, mais les écarts se sont creusés au cours de la seconde quinzaine de mai.

Parmi les différentes explications avancées par les analystes de marché relatives aux mouvements observés sur le marché obligataire depuis la réunion de politique monétaire des 14 et 15 avril, trois facteurs semblent avoir joué un rôle déterminant.

Premièrement, plusieurs indicateurs de l'activité économique et du climat des affaires dans la zone euro publiés durant la seconde quinzaine d'avril ont augmenté, confirmant ainsi les anticipations d'une reprise progressive de l'économie. Deuxièmement, l'amélioration des anticipations d'inflation dans la zone euro et des données relatives à l'inflation a également commencé à attirer l'attention des analystes, notamment la publication de l'IPCH le 2 juin, qui a été associée à d'importants mouvements sur les marchés. Cela

étant dit, l'évolution des fondamentaux ne peut expliquer à elle seule une correction aussi brutale des rendements. Par conséquent, et troisièmement, des facteurs techniques propres aux marchés ont probablement aussi contribué à ces mouvements. Le montant brut des émissions d'emprunts d'État dans la zone euro a été élevé en mai, et les remboursements pratiquement nuls. En outre, de nombreux investisseurs ont pris une position unidirectionnelle, convaincus que les rendements resteraient stables, voire poursuivraient leur baisse. Une fois amorcé le changement de cap des marchés, le dénouement des positions des investisseurs a été très rapide et prononcé. Dans ce contexte, la volatilité s'est nettement accentuée sur la période comprise entre fin avril et fin mai. Les analystes de marché ont signalé, notamment, des conditions relativement mauvaises de la liquidité de marché comme facteur accentuant fortement la hausse des rendements obligataires, conditions liées au positionnement général du marché et à l'absence de certains investisseurs traditionnellement actifs.

Concernant la mise en oeuvre de l'APP, les portefeuilles de titres de l'Eurosystème ont augmenté de 60,3 milliards d'euros en avril et de 63,1 milliards en mai. La récente hausse significative des rendements a eu une incidence positive sur la mise en oeuvre du programme d'achats de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme – PSPP*) et sur la liquidité de marché des obligations sécurisées. Les achats d'obligations sécurisées dans le cadre du CBPP3 se sont élevés à 34 milliards d'euros au cours des trois mois s'achevant fin mai, portant à 85,1 milliards d'euros la valeur comptable cumulée des avoirs au titre du CBPP3, la part des achats effectués sur le marché primaire représentant 18 %. La récente cession sur le marché des valeurs à revenu fixe de la zone euro a temporairement facilité la mise en oeuvre du CBPP3, certains investisseurs augmentant leurs cessions d'obligations sécurisées dans le cadre du CBPP3 lorsque celles-ci ont perdu de leur attrait, en valeur relative, par rapport aux obligations souveraines. Concernant le programme d'achats d'ABS, les achats de titres adossés à des actifs se sont élevés à 1,2 milliard d'euros en avril et à 1,4 milliard en mai. En mai, les émissions sur le marché primaire des ABS se sont légèrement renforcées. Les achats cumulés dans le cadre du programme s'élevaient à 7,2 milliards d'euros fin mai, et ont été largement concentrés sur le marché secondaire.

Pour la suite, l'accroissement de la taille du bilan de l'Eurosystème vers les niveaux observés début 2012, qui était l'objectif déclaré des programmes d'achats et des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), est apparu comme étant possible. S'agissant des évolutions de la liquidité au sein du système bancaire, l'excédent de liquidité a doublé depuis le début des achats au titre du PSPP. La hausse de l'excédent de liquidité a continué d'exercer des pressions à la baisse sur les taux à court terme du marché monétaire de l'euro, comme en témoignent plusieurs nouveaux points bas historiques sur divers compartiments, traduisant une plus forte transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux taux du marché monétaire. Après être apparus sur les marchés interbancaires, les taux négatifs s'étendent à présent aux marchés de détail *via* l'Euribor, ce qui n'a pas semblé créer de perturbations majeures dans les contrats. En revanche, la poursuite du resserrement de l'écart entre le taux

du marché monétaire au jour le jour et le taux appliqué à la facilité de dépôt a commencé à dissuader les banques d'effectuer des prêts sur le marché plutôt que de déposer l'excédent de liquidité auprès de la banque centrale, ce qui est susceptible d'avoir une incidence négative sur le fonctionnement du marché.

Les taux anticipés du marché monétaire ont augmenté, les ventes sur le marché obligataire ayant également exercé, début mai, une pression sur les taux du marché monétaire à plus long terme. Depuis, cette tendance à la hausse s'est interrompue et, durant les deux dernières semaines de mai, les fortes progressions des taux anticipés observées précédemment se sont partiellement inversées.

Enfin, s'agissant des évolutions sur les marchés internationaux, la volatilité élevée et la forte hausse des rendements des emprunts publics dans la zone euro ont eu des répercussions sur d'autres marchés obligataires dans le monde. Les rendements du Trésor américain et, dans une moindre mesure, ceux des emprunts d'État au Japon ont fortement augmenté depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en avril, tandis que la pente des courbes de rendement aux États-Unis et au Japon s'est accentuée. Compte tenu de l'amélioration des données relatives à l'économie et à l'inflation dans la zone euro, l'euro s'est apprécié par rapport aux autres grandes devises au cours de la période.

#### *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 dynamique de la croissance mondiale s'est ralentie au premier trimestre 2015, la reprise demeurant inégale entre les régions. Le commerce mondial a enregistré également un fléchissement au premier trimestre. La hausse annuelle de l'IPC dans les pays de l'OCDE s'est inscrite en baisse, à 0,4 %, en avril 2015 après 0,6 % en mars. Hors produits alimentaires et énergie, elle a légèrement fléchi, à 1,6 %.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 14 et 15 avril 2015, les cours du *Brent* ont augmenté de 12 % pour s'établir à 63 dollars le baril le 1<sup>er</sup> juin (soit une hausse de 8 % en euros) et donc à un niveau supérieur de presque 40 % (50 % en euros) à celui observé mi-janvier 2015. Les prix des matières premières hors pétrole ont également enregistré une légère hausse depuis mi-avril. Au cours de la même période, l'euro s'est apprécié de 3,6 % par rapport au dollar et de 2,8 % en termes effectifs nominaux.

Dans la zone euro, le PIB en volume a progressé de 0,4 % en rythme trimestriel, au premier trimestre 2015. Bien qu'aucune ventilation ne soit encore disponible, les données montrent que le secteur industriel et le secteur des services ont tous deux apporté une contribution positive à la croissance du PIB en volume. En outre, les indicateurs à court terme et les informations propres à chaque pays font état

d'une forte consommation privée et, dans une moindre mesure, d'un redressement de la croissance de l'investissement.

Pour l'avenir, les données tirées d'enquêtes indiquent une persistance de la croissance modérée du PIB en volume au deuxième trimestre. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*) de la Commission européenne se sont tous deux améliorés entre le premier trimestre 2015 et les deux premiers mois du deuxième trimestre. En outre, en avril et en mai, les deux indicateurs se sont inscrits en moyenne au-dessus de leurs moyennes de long terme respectives.

La consommation devrait demeurer le principal facteur à l'origine de la reprise dans la zone euro, les baisses antérieures des prix du pétrole soutenant le pouvoir d'achat des ménages. On peut s'attendre également à une reprise de l'investissement compte tenu de l'amélioration des conditions financières et de l'allègement à court terme des coûts pour les entreprises en raison de la baisse des prix de l'énergie. En revanche, les bénéfices, tels que mesurés par l'excédent net d'exploitation en proportion de la valeur ajoutée, ont continué de s'inscrire en baisse, le risque étant qu'ils restent faibles en dépit d'un redressement conjoncturel de la demande intérieure et extérieure.

La situation a continué de s'améliorer sur les marchés du travail de la zone euro, à un rythme relativement lent cependant. L'emploi a encore progressé de 0,1 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2014, et le taux de chômage a diminué de 0,2 point, à 11,3 %, au premier trimestre 2015 et à 11,1 % en avril. Les données tirées d'enquêtes indiquent la persistance d'une croissance de l'emploi modérée, s'accélégrant peut-être, au premier et au deuxième trimestre 2015.

En dépit de la hausse de la production au cours des derniers trimestres et de la baisse du taux de chômage par rapport au pic de 2013, la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie de la zone euro reste importante. D'après les estimations disponibles, l'écart de production négatif est actuellement presque aussi élevé qu'en 2009. Bien que l'on s'attendait à un resserrement de cet écart et à un redressement de la croissance potentielle au cours des prochaines années, la perte de la production effective et de la production potentielle due à la crise et à des obstacles structurels devrait rester importante à moyen terme.

Dans ce contexte, les projections macroéconomiques de juin 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,5 % en 2015, de 1,9 % en 2016 et de 2,0 % en 2017, pratiquement sans changement par rapport aux projections de mars 2015 établies par les services de la BCE.

Concernant les évolutions de prix dans la zone euro, l'inflation totale a poursuivi sa tendance à la hausse et l'inflation sous-jacente s'est éloignée de son point bas historique.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est ressortie à 0,3 % en mai 2015 après 0,0 % en avril, devenant positive pour la première fois depuis novembre 2014. L'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également augmenté, passant de 0,6 % en avril à 0,9 % en mai. L'inflation totale devrait continuer d'osciller autour de bas niveaux pendant encore plusieurs mois en 2015, avant de s'accélérer en raison d'effets de base dus aux évolutions antérieures des prix du pétrole. En 2016 et en 2017, l'inflation devrait poursuivre sa hausse, sous l'effet d'une atténuation progressive des capacités inutilisées dans l'économie et de tensions positives sur les prix d'origine externe, reflétant l'effet décalé du taux de change et l'orientation à la hausse de la courbe des contrats à terme sur le pétrole.

Concordant largement avec ce scénario, les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives aux prix des intrants et des produits finaux font généralement état d'augmentations en mai 2015, tandis que de nouvelles tensions à la hausse tout au long de la chaîne des prix, affectant par exemple les prix à la production, devraient se manifester de façon imminente. Les anticipations relatives aux prix de vente dans le commerce de détail se sont, elles aussi, redressées et sont désormais plus élevées dans la plupart des grandes économies de la zone euro.

Les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par rapport aux projections établies par les services de la BCE en mars, les perspectives relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH ont été révisées à la hausse pour 2015 et sont restées inchangées pour 2016 et 2017.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les mesures tirées d'indicateurs de marché se sont globalement stabilisées à des niveaux plus élevés, en dépit d'une légère volatilité. Par exemple, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* d'inflation dans cinq ans est ressorti à 1,8 % début juin 2015. Les mesures à plus court terme tirées d'indicateurs de marché, telles que le taux anticipé des *swaps* indexés sur l'inflation pour les échéances allant jusqu'à cinq ans, sont dans l'ensemble restées pratiquement inchangées depuis la réunion de politique monétaire d'avril.

En ce qui concerne les conditions monétaires et financières, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est pentifiée depuis mi-avril, notamment sur les horizons à moyen et long terme. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont légèrement augmenté entre avril et mai, tandis que les écarts de rendement des obligations du secteur privé se sont globalement stabilisés. Dans un contexte de hausses sensibles des rendements nominaux à plus long terme dans la zone euro, les taux d'intérêt réels ont également augmenté sur fond d'anticipations d'inflation globalement stables. Cependant, les conditions de financement des entreprises et des ménages se sont, dans l'ensemble, de nouveau légèrement améliorées.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la reprise de la croissance de l'agrégat monétaire large et de la dynamique des prêts s'est poursuivie, bien que de façon seulement progressive pour cette dernière. Le

taux de croissance annuel de M3 est passé à 5,3 % en avril, contre 4,6 % en mars. Cette progression résulte essentiellement de l'agrégat monétaire étroit M1, qui a cru de 10,5 % en avril après 10,0 % en mars, reflétant le faible coût d'opportunité de la détention des composantes les plus liquides de la monnaie.

Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) est resté inchangé, à 0,8 % en avril 2015. Le rythme annuel de variation des prêts consentis par les IFM aux sociétés non financières s'est établi à - 0,1 %, en légère amélioration par rapport à mars et largement supérieur au point bas (- 3,2 %) enregistré en février 2014. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux ménages est ressorti à 1,3 % en avril 2015, après 1,1 % en mars.

Les coûts de financement des banques ont continué de baisser fortement au premier trimestre, en partie en raison du programme étendu d'achats d'actifs (APP). En outre, la création du Mécanisme de Surveillance Unique a contribué à une défragmentation des marchés financiers. Dans le même temps, les créances douteuses ont continué de peser sur l'expansion du crédit dans certains pays.

La dernière enquête semestrielle sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), réalisée entre le 16 mars et le 25 avril 2015 et retraçant essentiellement les évolutions par rapport à la période allant d'octobre 2014 à mars 2015, a souligné que, pour la première fois depuis 2009, les PME ont fait état d'une amélioration globale de l'accès aux sources de financement externes et de la volonté des banques de prêter. Cette évolution est également attestée par les modalités plus favorables appliquées par les banques lors de l'octroi de nouveaux crédits. Parmi certains signes d'amélioration de la situation financière des PME, les perspectives économiques d'ensemble ont également exercé une influence négative plus faible sur leurs conditions de financement par rapport à l'enquête précédente.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une orientation budgétaire dans la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, globalement neutre sur l'horizon de projection. Le ratio agrégé de déficit des administrations publiques rapporté au PIB dans la zone euro devrait s'améliorer et revenir de 2,4 % en 2014 à 1,5 % en 2017, essentiellement grâce à la reprise conjoncturelle et aux faibles paiements d'intérêts. Le ratio agrégé de dette des administrations publiques rapportée au PIB dans la zone euro a enregistré un pic de 92 % en 2014 et, selon les projections, il devrait progressivement diminuer pour revenir à 88,4 % en 2017.

*Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Praet a noté que les dernières données ont confirmé que l'économie de la zone euro progressait à un rythme modéré et que la reprise économique devrait se généraliser, corroborant ainsi les projections de mars 2015 établies par les services de la BCE. En termes nominaux, l'inflation (mesurée par l'IPCH) dans la zone euro a poursuivi sa tendance haussière et les anticipations d'inflation restent pratiquement inchangées. En recoupant les résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire, on constate que la dynamique de la monnaie et du crédit s'est encore renforcée dans un contexte de conditions financières favorables et demeure cohérente avec la perspective d'une lente amélioration de l'environnement pour la croissance et l'inflation dans la zone euro. Il a été jugé que les récentes fluctuations de prix sur les marchés financiers n'avaient pas modifié ce diagnostic de manière significative, mais qu'un suivi étroit et une évaluation continue étaient nécessaires du point de vue de la politique monétaire.

En outre, s'il convient de faire preuve d'un optimisme prudent, les perspectives d'évolution en matière de croissance et d'inflation de la zone euro demeurent conditionnelles à la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées. De plus, la reprise économique se heurte encore à des obstacles, liés aux nécessaires ajustements des bilans dans divers secteurs de l'économie et à l'insuffisance des réformes structurelles visant à améliorer l'environnement économique et l'activité d'investissement. Les risques pesant sur la reprise économique restent donc orientés à la baisse, même s'ils se sont rééquilibrés sous l'effet des décisions de politique monétaire prises en janvier et des évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs doit continuer de suivre attentivement les perspectives d'évolution des prix à moyen terme et doit également s'assurer que l'orientation accommodante de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro reste d'une ampleur appropriée.

En ce qui concerne les questions de politique monétaire essentielles pour la présente réunion, M. Praet a estimé, compte tenu des informations disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 14 et 15 avril derniers, qu'il n'était pas nécessaire de réexaminer l'orientation de la politique monétaire ni aucun des paramètres de l'APP. En conséquence, il convient de maintenir le cap de la politique monétaire et de réaffirmer l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de la mise en œuvre déterminée des mesures précédemment annoncées. À cette fin, le Conseil des gouverneurs se devait de confirmer une nouvelle fois le volume mensuel d'achat de 60 milliards d'euros dans le cadre de l'APP et le fait que ces achats devraient se poursuivre jusqu'à fin septembre 2016, et en tout état de cause jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable du rythme de l'inflation qui soit conforme à l'objectif d'un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

Par ailleurs, M. Praet a évoqué la nécessité pour le Conseil des gouverneurs d'évaluer les récentes fluctuations importantes des prix sur les marchés financiers du point de vue de la politique monétaire.



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

### *Analyses économique et monétaire*

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont généralement partagé l'analyse des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données économiques les plus récentes, notamment les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en mai 2015, sont considérées comme compatibles avec une poursuite de la croissance modérée au deuxième trimestre de l'année. Dans l'ensemble, la reprise dans la zone euro semble se dérouler conformément aux anticipations précédentes. Pour l'avenir, la reprise économique devrait se généraliser, à la faveur de l'amélioration des conditions financières, de la baisse antérieure des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro. Dans le même temps, un certain nombre de facteurs freinent encore la croissance, notamment le nécessaire ajustement des bilans dans quelques secteurs et la lenteur des réformes structurelles. Ce scénario ressort des projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, qui n'ont pas fait l'objet de révisions importantes, et peut être considéré comme la confirmation des perspectives de croissance intégrées dans les projections de mars 2015 établies par les services de la BCE. Comme pour l'exercice précédent, les projections macroéconomiques de juin 2015 reposent sur la mise en œuvre intégrale des mesures de politique monétaire adoptées.

Un certain nombre de remarques ont été formulées portant à la fois sur les perspectives et les risques pesant sur l'environnement international. Alors qu'il est attendu une accélération progressive de la croissance mondiale, la progression du commerce mondial a connu un ralentissement au début de l'année et la reprise mondiale s'est quelque peu affaiblie. Des incertitudes géopolitiques subsistent. Il existe donc un risque à la baisse pesant sur les échanges commerciaux, qui a été compensé dans une certaine mesure, pour la zone euro, par les évolutions antérieures du taux de change. Cela étant, il a été suggéré que l'environnement extérieur pourrait être atone pendant un certain temps, tandis que les effets positifs de la baisse du taux de change sur la croissance de la zone euro se dissiperaient progressivement. Les membres du Conseil ont généralement admis que la reprise était globalement sur la bonne voie pour se dérouler comme prévu. Les données disponibles font état de la poursuite d'une croissance de 0,4 % environ en rythme trimestriel, corroborant les projections établies en juin par les services de l'Eurosystème. Même si un certain nombre d'enquêtes ont récemment indiqué qu'une stabilisation ou un palier étaient atteints, il a été rappelé que les résultats des enquêtes devaient être interprétés avec précaution.

Des observations ont été formulées concernant les dernières évolutions propres aux différents pays. En conclusion, il est apparu que les évolutions récentes dans les plus grands pays de la zone euro confortent le diagnostic de la poursuite d'une croissance modérée.

Un large consensus s'est dégagé sur l'importance du rôle joué par l'investissement et par un regain de la prise de risque dans l'économie réelle pour une reprise durable, ainsi que sur la relation entre le redressement de l'investissement et l'amélioration des marges bénéficiaires. S'il a été admis que les évolutions conjoncturelles faisaient état d'une amélioration des bénéfices, une persistance des pressions à la baisse sur les bénéfices était possible, notamment en raison des effets de la mondialisation. À l'avenir, il pourrait être utile que les membres du Conseil des gouverneurs examinent plus en détail les facteurs à l'origine des évolutions des bénéfices, notamment les informations relatives à la capacité des entreprises de la zone euro à imposer leurs prix sur les marchés intérieurs et extérieurs.

Si l'on examine les évolutions spécifiques aux différents États, la composition de la croissance au premier trimestre comporte plusieurs indications positives relatives à la croissance de l'investissement selon les pays. En dépit de ces signes positifs, un degré d'incertitude élevé persistait quant aux perspectives de l'investissement dans l'ensemble de la zone euro.

Les membres du Conseil ont également fait référence aux évolutions de la croissance potentielle et au niveau des capacités inutilisées dans l'économie. Dans ce contexte, il a été souligné que, même si l'écart de production se réduisait sur l'horizon de projection, la croissance de la production dans la zone euro restait inférieure à sa tendance de long terme d'avant la crise, pour partie en raison de la faiblesse passée de l'investissement. La reprise observée actuellement dans la zone euro est donc de nature plus conjoncturelle que structurelle. Cependant, l'incertitude bien connue qui entoure les estimations de l'écart de production a été rappelée, incitant à une interprétation prudente de l'écart de production. Cette prudence paraît également devoir s'appliquer aux estimations du niveau structurel du chômage.

Les perspectives d'activité économique ont été jugées comme étant dépendantes de la mise en œuvre des réformes structurelles et de finances publiques saines. Pour que les mesures de politique monétaire soient à même de porter pleinement leurs fruits, d'autres composantes de la politique économique doivent apporter une contribution décisive. Il faut se garder de tout excès de confiance. Des défis essentiels, comme la faiblesse de la croissance potentielle et le niveau élevé du chômage structurel dans certains pays de la zone euro, restent à relever. Il convient également de suivre attentivement les évolutions de la productivité, qui constituent un déterminant essentiel de la croissance potentielle et dès lors aussi de l'ampleur de l'écart de production.

Un certain nombre de remarques ont été formulées à propos des évolutions budgétaires. D'une part, il a été observé que l'une des principales caractéristiques des projections actuelles, et l'un des facteurs soutenant la croissance, est l'orientation budgétaire globalement neutre à partir de 2014, après

l'orientation plus restrictive des années précédentes. Il a été souligné que, même si l'orientation budgétaire de la zone euro était globalement neutre, d'un point de vue macroéconomique, des recommandations différentes se justifiaient pour les différents pays. Tandis que certains pays avaient encore besoin de poursuivre l'assainissement budgétaire, il convenait d'être prudent avant d'appeler uniformément à davantage de resserrement budgétaire. Dans le même temps, il a été observé que le Pacte de stabilité et de croissance semblait être, une fois encore, mal compris comme visant à atteindre un ratio de déficit public de 3 % plutôt qu'un solde budgétaire structurel des administrations publiques proche de zéro à moyen terme. Dans ce contexte, il était important de tirer les leçons des erreurs du passé.

Globalement, les membres du Conseil ont remarqué que la reprise de l'économie de la zone euro se poursuivait conformément aux anticipations précédentes du Conseil des gouverneurs. Tout en restant orientés à la baisse, les risques entourant les perspectives économiques de la zone euro sont devenus plus équilibrés sous l'effet des décisions antérieures de politique monétaire et des évolutions des cours du pétrole et des taux de change.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Il a été fait référence à l'estimation rapide d'Eurostat, selon laquelle la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a atteint 0,3 % en mai 2015, sa première valeur positive depuis fin 2014, reflétant une hausse de la variation annuelle de l'ensemble des principales composantes de l'IPCH. Bien que légèrement supérieur aux anticipations des marchés, le résultat de mai était conforme aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, qui s'est inscrite à 0,9 % en mai après 0,6 % en avril, a été légèrement plus forte qu'attendu. Même s'il convenait de rester prudent, ces données ne se rapportant qu'à un mois, cette évolution a été toutefois jugée positive.

L'inflation a semblé avoir atteint un point bas au début de l'année. Les taux d'inflation devraient rester faibles au cours des prochains mois, augmenter de manière visible vers la fin de l'année et accélérer encore en 2016 et en 2017. Ce scénario ressort également des projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème. La hausse de l'inflation devait être soutenue par le resserrement progressif de l'écart de production, l'incidence de l'affaiblissement du taux de change de l'euro et l'évolution attendue des cours du pétrole d'après les prix des contrats à terme. En conséquence, le profil de l'inflation pour 2015–2016 reflète également des effets de base imputables à la chute des prix du pétrole fin 2014. Plusieurs autres indications positives ont aussi été soulignées, notamment le redressement des anticipations d'inflation à partir de leurs points bas de début 2015 et l'absence de risques déflationnistes importants.

Les membres du Conseil ont pris note de ces évolutions, en particulier de la confirmation des perspectives d'inflation fournies par les projections. Dans le même temps, il a été noté que le rôle des facteurs externes dans ce retournement paraissait significatif. Il serait donc très important de suivre attentivement les

indicateurs d'inflation intérieure afin d'évaluer si l'on est parvenu à un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

Il a été souligné que le degré d'incertitude entourant les projections tend à s'accroître avec l'allongement de l'horizon, et il restait à vérifier si l'inflation augmenterait aussi fortement que prévu. En particulier, l'ampleur de l'écart de production, et la vitesse à laquelle il se réduit, devraient avoir des conséquences importantes pour le taux d'inflation en 2017. Deux remarques ont été formulées dans ce contexte. Premièrement, tout en reconnaissant l'existence de grandes incertitudes de mesure, l'écart de production retenu dans les projections de juin des services de l'Eurosystème a été considéré comme se réduisant un peu plus rapidement que dans les estimations de certaines institutions internationales. Deuxièmement, depuis 2010, l'inflation sous-jacente dans la zone euro se situe autour de 1,25 %, les variations de l'inflation totale découlant principalement des évolutions d'autres composantes sous-jacentes de l'IPCH. Le Conseil des gouverneurs ne devrait donc pas tirer de conclusions prématurées, en particulier concernant les perspectives d'évolution des prix en 2017, mais continuer de suivre et d'évaluer attentivement les tendances sous-jacentes des prix.

Il a également été considéré que les perspectives d'inflation figurant dans les projections reposaient sur une répercussion relativement forte de la dépréciation passée du taux de change et dépendaient d'une trajectoire haussière future des prix du pétrole. Les membres du Conseil ont exprimé des opinions diverses sur ce dernier point. Il a été noté qu'au cours des dix à quinze dernières années, la transmission du taux de change a été plus lente à la suite de variations importantes. Jusqu'ici, la transmission a également été lente dans la zone euro. Une stratégie de tarification aux prix du marché de la part des exportateurs de la zone euro, qui impliquait des prix en euros plus élevés après la dépréciation de l'euro, a donné lieu à une faible transmission sur les pays importateurs. Cela n'était cependant pas surprenant, les entreprises exportatrices ayant besoin de voir à quel taux le change se stabiliserait. Les prix étrangers devraient mettre un certain temps à s'ajuster. Dans l'intervalle, les marges se sont améliorées et le potentiel de meilleure compétitivité des produits sur les marchés extérieurs a été un indicateur positif pour l'avenir. De nombreux pays de la zone euro devraient, avec le temps, en tirer profit *via* leurs exportations de biens et de services.

Au total, l'économie de la zone euro a été considérée comme allant dans la bonne direction et l'inflation s'est également améliorée. Dans leur évaluation des risques entourant les perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont fait état de la transmission des mesures de politique monétaire, ainsi que des évolutions géopolitiques, des variations du taux de change et des prix de l'énergie. Tandis qu'un large consensus s'est dégagé sur la nécessité de suivre attentivement les risques pesant sur les perspectives, le Conseil des gouverneurs a jugé que les évolutions récentes confirmaient globalement son évaluation antérieure ainsi que les projections de ses services.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation selon laquelle les dynamiques de la monnaie et du crédit se sont encore renforcées, même si la croissance des prêts ne s'est améliorée que progressivement et est restée globalement modérée. Les données récentes ont confirmé que la croissance de l'agrégat monétaire large (M3) avait continué de s'accélérer, en raison d'un nouveau redressement de l'agrégat monétaire étroit M1.

La solide reprise des composantes les plus liquides de la monnaie a été considérée comme reflétant une préférence plus marquée pour la liquidité compte tenu du faible coût d'opportunité de la détention d'instruments monétaires. En conséquence, une substitution s'est produite au sein des engagements des IFM au profit des instruments à court terme inclus dans M3 en raison des faibles incitations pour le secteur détenteur de monnaie à investir dans d'autres actifs, leurs rendements n'étant pas suffisants pour compenser la perte de la fonction de transaction offerte par la monnaie. En outre, l'accélération très récente de la croissance de l'agrégat monétaire large avait commencé à refléter les effets des achats d'actifs de l'Eurosystème auprès du secteur détenteur de monnaie de la zone euro, en particulier par l'accroissement des avoirs en dépôts des intermédiaires financiers non monétaires, notamment les fonds d'investissement. Au total, la prudence est restée de mise sur les interprétations possibles à des fins de politique monétaire des récentes évolutions favorables de la croissance monétaire.

La dynamique des prêts, quoique toujours modérée, s'est encore améliorée progressivement. Bien que le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé soit resté de 0,8 % en avril, un signal positif était visible dans les évolutions des six mois précédents, le taux de croissance annualisé sur six mois des prêts au secteur privé étant ressorti à 2 %. Ces évolutions ont été favorisées par la baisse significative des taux débiteurs composites des banques, qui ont diminué de quelque 60 points de base pour les sociétés financières de la zone euro depuis mai 2014, ainsi que par des signes d'amélioration de l'offre et de la demande de prêts bancaires. En particulier, les banques se sont montrées davantage disposées à accorder des prêts, l'octroi de crédit étant devenu relativement plus attractif dans le contexte du taux négatif de la facilité de dépôt : c'est ainsi qu'elles ont recherché des moyens d'éviter le coût plus élevé de la détention de dépôts auprès de l'Eurosystème, même si au niveau global, le système bancaire n'y est pas parvenu.

Au total, si l'on tient également compte des répercussions des baisses de taux d'intérêt intervenues en 2013 et en 2014, du train de mesures d'assouplissement du crédit mis en œuvre à compter de l'été 2014 et de l'évaluation complète des bilans des banques, les récentes évolutions ont confirmé que les mesures de politique monétaire de la BCE contribuaient à rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire et continuaient de favoriser la poursuite du redressement des flux de crédit aux entreprises et aux ménages. En complément des signes antérieurs d'amélioration globale des conditions du marché du crédit dont faisait état l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la récente enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) a confirmé que

l'environnement plus favorable du crédit concerne non seulement les grandes entreprises mais se répercute également sur les PME.

En dépit de ces améliorations, la dynamique des prêts aux sociétés non financières est demeurée atone. Cette situation est en partie imputable à l'ajustement en cours des bilans des secteurs financier et non financier, qui est encore incomplet, comme l'indique le niveau élevé de créances douteuses dans certains pays dans lesquels un net retournement n'est pas encore perceptible. Dans le même temps, le Conseil a estimé que le recours accru à diverses formes de sources de financement non bancaires devait être pris en compte dans l'évaluation, parallèlement au canal des prêts bancaires. Dans ce contexte, il a été souligné qu'un environnement de faible croissance du crédit, conjugué à des conditions de financement intéressantes, imposait également aux autorités concernées de faire preuve de prudence quant aux répercussions potentielles en matière de stabilité financière, liées notamment à un glissement de l'activité d'intermédiation vers le secteur bancaire parallèle.

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

Les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'évaluation selon laquelle la reprise économique se poursuivait à un rythme modéré en ligne avec les anticipations formulées antérieurement, l'inflation continuant sur sa trajectoire haussière et la dynamique de la monnaie et du crédit se renforçant, à la faveur de l'orientation accommodante de la politique monétaire. Ils ont également rappelé que les perspectives de croissance et d'inflation, telles que présentées dans les projections macroéconomiques de juin 2015 établies par les services de l'Eurosystème, qui étaient quasiment inchangées par rapport aux projections de mars établies par les services de la BCE, reposaient sur une mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs. Au total, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le recoupement de l'analyse des évolutions économiques et monétaires ne rendait pas nécessaire un réexamen de l'orientation actuelle de la politique monétaire ni d'aucun des paramètres de l'APP. Il convient par conséquent de maintenir le cap de la politique monétaire, en mettant résolument en œuvre l'ensemble des décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Sur la nécessité d'évaluer les fortes fluctuations des prix récemment observées sur les marchés financiers du point de vue de la politique monétaire, comme l'a suggéré M. Praet dans son introduction, il y a eu convergence de vues sur le fait que la récente inversion partielle des importantes hausses de prix précédemment enregistrées sur les marchés financiers relevait de plusieurs aspects et était probablement liée aux trois facteurs mentionnés par M. Cœuré, à savoir une réappréciation des perspectives économiques par les intervenants de marché, le redressement observé des anticipations d'inflation depuis début 2015 et un certain nombre de facteurs techniques liés au marché. Les évolutions récentes des

marchés financiers se sont caractérisées par d'amples variations des obligations d'État, sur fond de recul des actions et de renforcement de l'euro, qui, cependant, n'ont globalement pas été considérées comme ayant modifié de façon significative les perspectives économiques de la zone euro. Dans ce contexte, le sentiment s'est imposé qu'il était judicieux que le Conseil des gouverneurs fasse abstraction de la volatilité des marchés financiers. Comme signalé à plusieurs reprises, s'il existait des facteurs conduisant à un resserrement injustifié de la politique monétaire ou si les perspectives de croissance et d'inflation devaient significativement évoluer, les modalités des programmes de politique monétaire en vigueur devraient être réexaminées. Il n'y a toutefois aucune raison de le faire actuellement.

S'agissant des facteurs expliquant la volatilité des prix sur les marchés financiers, dans la mesure où la hausse des taux d'intérêt réels à plus long terme et la réappréciation de l'euro étaient liées aux anticipations d'une amélioration des perspectives macroéconomiques, cette évolution devait être considérée comme une confirmation de l'orientation actuelle de la politique monétaire. Dans la mesure où la récente inversion constituait une correction principalement liée à des facteurs techniques, elle pourrait s'atténuer à nouveau, les marchés s'ajustant au nouvel environnement de marché, caractérisé par l'injection de liquidité associée aux achats d'actifs par l'Eurosystème et par les implications sur la valorisation des obligations souveraines. Toutefois, il existe aussi des raisons d'anticiper la persistance d'une volatilité accrue dans un contexte de taux d'intérêt bas dans lequel les prix des actifs tendent à être plus volatils, comme l'atteste l'expérience d'autres juridictions. L'existence de risques géopolitiques et l'incertitude persistante concernant l'issue des négociations entre un gouvernement de la zone euro et ses créanciers officiels ont également été considérées comme des sources probables d'incertitude et de volatilité sur les marchés.

En dépit de la récente volatilité sur les marchés financiers, les mesures de politique monétaire de la BCE ont été jugées appropriées. Les achats d'actifs se déroulent de manière satisfaisante et leurs effets positifs sont perceptibles. Dans une perspective de plus long terme, les mesures de politique monétaire introduites depuis l'été 2014 ont contribué à un assouplissement généralisé des conditions financières, qui sont restées très accommodantes malgré la récente inversion des prix sur les marchés financiers. En particulier, les taux à court terme du marché monétaire sont demeurés historiquement bas ce qui est conforme aux indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et à l'expansion en cours du bilan de l'Eurosystème. En outre, les conditions de financement des banques, des entreprises et des ménages se sont considérablement améliorées, le taux de change de l'euro a diminué et les anticipations d'inflation se sont redressées.

Un large consensus s'est par conséquent dégagé entre les membres du Conseil selon lequel l'orientation monétaire accommodante fournie par l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE porte ses fruits, les effets de ces mesures se faisant progressivement sentir sur l'économie, contribuant ainsi à la reprise, au redressement de l'inflation et à l'amélioration de la croissance de la monnaie et du crédit.

L'opinion selon laquelle il est encore trop tôt pour déclarer qu'il s'agit d'un succès a été néanmoins largement partagée. Les achats réalisés dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs de la BCE (APP) n'en sont qu'à leur troisième mois. De plus, le redressement de l'économie demeure modéré, il se heurte encore à des obstacles et reste soumis à des risques et des incertitudes. Dans ce contexte, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement convenu qu'il était essentiel de maintenir le cap de la politique monétaire, en faisant abstraction des évolutions à court terme des marchés financiers et de l'économie dans la mesure où elles sont transitoires et n'exercent pas d'incidence négative notable sur la transmission de la politique monétaire et, *in fine*, sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Cette posture comprend le maintien des taux d'intérêt directeurs de la BCE à un niveau inchangé, conformément aux indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future de ces taux, et la mise en œuvre déterminée des mesures non conventionnelles adoptées.

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

Au total, en tenant compte de l'ensemble des opinions exprimées, le Président a conclu que l'évaluation du Conseil des gouverneurs était unanime quant à la nécessité de faire abstraction de la volatilité récemment observée sur les marchés financiers et de maintenir le cap de la politique monétaire.

Le Conseil a réaffirmé son intention de réaliser des achats d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusqu'à fin septembre 2016 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'on observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation en conformité avec son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Lors de son évaluation, le Conseil des gouverneurs poursuivra sa stratégie de politique monétaire et se concentrera sur la tendance de l'inflation. Comme souligné à plusieurs reprises, la conception de l'APP offre suffisamment de flexibilité pour l'adapter en cas d'évolution des circonstances et si nécessaire.

S'agissant des taux d'intérêt, compte tenu de ce qui précède et sur proposition du Président, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureraient inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

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



Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150603.fr.html>

Communiqués de presse et publications sur Internet

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150603.fr.html>

### **Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 2 et 3 juin 2015**

#### **Membres**

M. Draghi	Président
M. Constâncio	Vice-président
M. Bonnici *	
M. Cœuré	
M. Costa	
M <sup>me</sup> Georghadji	
M. Hansson	
M. Honohan	
M. Jazbec	
M. Knot	
M <sup>me</sup> Lautenschläger	
M. Liikanen	
M. Linde *	
M. Makúch	
M. Mersch	
M. Nowotny	
M. Noyer	
M. Praet	
M. Reinesch *	
M. Rimšēvičs *	
M. Smets	
M. Stournaras	
M. Vasiliauskas	
M. Visco	
M. Weidmann **	

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

\*\* Pas pour la partie de la réunion s'étant tenue le 3 juin 2015.

#### **Autres participants :**

M. Dombrovskis ***	Vice-président de la Commission
M. Van der Haegen	Secrétaire, Directeur général Secrétariat
M. Schill	Secrétaire pour la politique monétaire, Direction générale économiques
Questions	
M. Catenaro	Responsable, Direction générale Secrétariat

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

**Personnes accompagnantes**

M. Beau

M. Bitāns

M<sup>me</sup> Buch

Suppléant de M. Weidmann \*\*\*\*

M. Dewatripont

M. Gaiotti

M. Gerlach

M. Kuodis

M. Malo de Molina

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Ramalho

M. Randveer

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Tóth

M. Tratnik

M. Ulbrich

M. Välimäki

\*\*\*\* Uniquement pour la partie de la réunion s'étant tenue le 3 juin 2015.

**Autres membres du personnel de la BCE**

M<sup>me</sup> Graeff

Directrice générale Communication et services linguistiques

M. Smets

Conseiller auprès du Président

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 13 août 2015.