



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Paris, le 16 février 2017

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 18 et le jeudi 19 janvier 2017

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

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

Évolutions sur les marchés financiers

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

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 décembre 2016, la volatilité des rendements à long terme mondiaux a diminué par rapport aux niveaux observés plus tôt dans le courant du quatrième trimestre. Vers la fin de l'année, les évolutions des marchés monétaires garantis de la zone euro ont attiré l'attention, en raison d'une forte hausse du prix des garanties de bonne qualité sur le marché des pensions.

Après la forte réévaluation du marché des bons du Trésor américain observée immédiatement après l'élection présidentielle aux États-Unis, les intervenants de marché ont semblé adopter récemment une attitude plus prudente à l'égard des perspectives de la politique américaine pour 2017, reflétant notamment les prises de position des investisseurs sur ces valeurs et une possible modération de la croissance économique américaine. Dans ce contexte, la tendance haussière des rendements des bons du Trésor américain a connu une pause. Les anticipations basées sur le marché de nouvelles variations du taux des fonds fédéraux sont globalement stables depuis décembre.

L'amélioration de la confiance dans le secteur manufacturier mondial en décembre 2016, entraînée par les États-Unis et la Chine, a contribué à créer un environnement favorable aux marchés financiers mondiaux en fin d'année. Soutenus par des données économiques positives et par une stabilisation des prix du pétrole à un niveau supérieur à 50 dollars le baril, les marchés boursiers mondiaux ont continué à progresser dans l'ensemble, les actions américaines se négociant à des niveaux proches des records historiques. En outre, les flux vers les fonds « actions » mondiaux ont augmenté au quatrième trimestre 2016.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, certains ajustements à la baisse du taux de change de l'euro contre dollar ont été observés. Les prévisions des intervenants de marché relatives à ce taux de change pour fin 2017 s'établissent actuellement à 1,05 dollar.

Sur les marchés des emprunts publics de la zone euro, la pentification de la courbe des rendements qui s'était produite immédiatement après la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre s'est largement inversée en fin d'année. Comme d'habitude, une réduction saisonnière de la liquidité a été observée en décembre. Les achats nets d'obligations par l'Eurosystème se sont élevés à 232 milliards d'euros au quatrième trimestre 2016, les avoirs au titre du programme étendu d'achats d'actifs (APP) atteignant 1 500 milliards d'euros fin décembre. La mise en œuvre de l'APP a continué de se dérouler dans de bonnes conditions et est considérée comme ayant exercé un effet prolongé à la baisse sur l'ensemble de la structure par termes des taux d'intérêt dans la zone euro. La taille du bilan de l'Eurosystème a continué d'augmenter, atteignant un pic historique de 3 700 milliards d'euros en fin d'année, l'excédent de liquidité passant à

1 200 milliards. Les retours d'information des intervenants de marché sur les récentes mesures de l'Eurosystème concernant les dispositifs de prêts de titres, qui ont pris effet le 15 décembre 2016, ont été globalement positifs. Les achats au titre de l'APP ont repris dans de bonnes conditions en 2017, le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées affichant un rythme particulièrement satisfaisant en raison d'une forte activité sur le marché primaire. Les autres programmes de l'APP sont également apparus comme étant en bonne voie.

Les marchés monétaires des opérations de prêt en blanc en euros n'ont pas subi de tensions sur les financements en fin d'année, même si des mouvements très forts se sont produits sur les marchés des pensions et des *swaps* de change. Sur le marché des pensions, la recherche de garanties de bonne qualité dans un environnement de liquidité réduite a entraîné les taux vers des niveaux historiquement bas dans certaines juridictions. En outre, vers la fin de l'année, les intervenants de marché ont montré une nette préférence pour la négociation des pensions *via* des contreparties centrales, plutôt que de façon bilatérale. Depuis lors, les taux et les volumes des pensions se sont normalisés et ont progressivement retrouvé leurs niveaux antérieurs.

En ce qui concerne les prêts de titres dans le cadre de l'APP, l'utilisation de la nouvelle option relative au prêt de titres contre du collatéral en espèces dans le cadre du programme d'achats de titres publics (PSPP) a rapidement augmenté après son introduction le 15 décembre 2016, les intervenants de marché ayant emprunté des titres auprès de l'Eurosystème dans le contexte du recul des taux des pensions. L'effet de fin d'année sur le financement en dollars a également été sensible, comme le reflètent les niveaux très élevés des taux implicites du dollar sur le marché des *swaps* de change vers fin 2016, mais l'incidence a été de courte durée et s'est dissipée en janvier. L'opération d'apport de liquidité en dollars d'une durée de trois semaines menée par l'Eurosystème et couvrant la fin d'année a attiré une demande modérée à hauteur de 4,3 milliards de dollars.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Praet a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

En ce qui concerne l'économie mondiale, les indicateurs d'activité ont fait état d'un rebond au second semestre 2016. En décembre, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a légèrement augmenté, atteignant 53,4. Les échanges ont connu une expansion modérée. L'inflation mondiale s'est progressivement redressée, ressortant à 1,4 % en novembre pour la zone OCDE, contre 1,3 % en octobre, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 1,7 %. Les prix du *Brent* exprimés en dollars ont augmenté de 3,8 % depuis la réunion de politique monétaire de décembre et les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté de 2,5 %, tandis que le taux de change de l'euro s'est déprécié de 0,5 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises de 38 des principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

S'agissant de la zone euro, la reprise économique s'est raffermie, tirée essentiellement par la consommation privée et l'investissement (notamment dans la construction), grâce à la poursuite des créations d'emplois, à la progression des revenus du travail et au bas niveau des taux d'intérêt. Le PIB en volume a progressé de 0,3 % au deuxième et au troisième trimestre 2016. Le taux de chômage s'est établi à 9,8 % en novembre, sans changement par rapport au mois précédent. Pour le quatrième trimestre consécutif, les résultats d'enquêtes font état d'une croissance légèrement plus forte du PIB en volume, avec des valeurs plus élevées pour les indices composites des directeurs d'achats pour la production et l'emploi, ainsi que pour l'indicateur du climat économique et la confiance des consommateurs de la Commission européenne. Il y a de plus en plus de signes que la reprise s'élargit à l'ensemble des pays et des secteurs.

En ce qui concerne la situation financière des sociétés non financières dans la zone euro, l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE a continué de faciliter le nécessaire processus de désendettement, comme le reflète, par exemple, le recul significatif des ratios dette/actifs au cours des dernières années. En revanche, l'endettement est resté élevé par rapport au revenu ou à la valeur ajoutée. Dans le même temps, la capacité nette de financement des sociétés non financières a légèrement diminué au troisième trimestre 2016, tout en restant à un niveau élevé, et le taux d'épargne des ménages est demeuré largement inchangé, en conformité avec la persistance d'une forte capacité nette de financement de la zone euro dans son ensemble.

Les projections macroéconomiques de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème pour l'activité économique de la zone euro sont restées globalement conformes aux dernières prévisions du secteur privé et des autres institutions internationales.

En ce qui concerne les prix, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est accentuée, ressortant à 1,1 % en décembre, après 0,6 % en novembre, essentiellement sous l'effet du net renchérissement de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation a atteint 0,9 % en décembre, après s'être stabilisée à 0,8 % d'août à novembre. La croissance des salaires dans la zone euro est également restée modérée, le taux de croissance annuel de la rémunération par tête passant à 1,3 % au troisième trimestre 2016, après 1,1 % au deuxième trimestre. Dans l'ensemble, il n'y a pas encore de signes convaincants d'une tendance haussière plus dynamique de l'inflation sous-jacente.

Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème pour la hausse de l'IPCH de la zone euro sont restées globalement conformes aux dernières prévisions du secteur privé et des autres institutions internationales. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2017 a montré de légères révisions à la hausse par rapport à la campagne d'octobre, avec des anticipations d'inflation moyennes de 1,4 % pour 2017 et de 1,5 % pour 2018, tandis que les anticipations à cinq ans sont restées inchangées, à 1,8 %. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire de décembre. Les taux des *swaps* d'inflation ont augmenté sur l'ensemble des échéances.

S'agissant des conditions financières et de financement, la courbe des taux anticipés de l'Eonia est restée globalement inchangée et le coût nominal total du financement externe pour les sociétés non financières de la zone euro est resté à des niveaux très faibles. En particulier, les conditions de prêt bancaire favorables ont continué de contribuer à la reprise progressive de l'économie de la zone euro. Les banques ont de plus en plus répercuté sur l'économie la baisse de leurs coûts de financement sous la forme d'une réduction de leurs taux débiteurs. En conséquence, le coût des emprunts bancaires, pour les sociétés non financières comme pour les prêts au logement accordés aux ménages, est resté globalement stable en novembre, à des niveaux historiquement faibles. Les flux de financement externe pour les sociétés non financières de la zone euro se sont renforcés dans l'ensemble au quatrième trimestre 2016, en raison des évolutions marquées des crédits bancaires et du financement de marché en octobre et novembre.

En ce qui concerne la monnaie et le crédit, la croissance annuelle de M3 est ressortie à 4,8 % en novembre, après avoir oscillé autour de 5 % depuis avril 2015, M1 étant le principal moteur de cette évolution. S'agissant de la dynamique des prêts, la croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières s'est légèrement accélérée, passant à 2,2 % en novembre après 2,1 % en octobre, et celle des prêts aux ménages a atteint 1,9 %, après 1,8 % en octobre. L'enquête de janvier 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro indique que le redressement progressif de la croissance des prêts a continué d'être soutenu par la hausse de la demande pour toutes les catégories de prêts et par la stabilisation globale des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement. La faiblesse générale des taux d'intérêt, ainsi que l'activité de fusion-acquisition et la restructuration des prêts, ont apporté de fortes contributions positives à la demande de prêts des sociétés non financières.

Enfin, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être restée expansionniste en 2016 et devenir globalement neutre sur l'horizon de projection des services de l'Eurosystème.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a conclu que les décisions prises par le Conseil des gouverneurs en décembre 2016 avaient permis de préserver les conditions de financement très favorables qui sont indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

La poursuite de la répercussion des mesures de la BCE sur les conditions de financement des entreprises et des ménages est demeurée un facteur essentiel du raffermissement de la reprise économique. Les données disponibles vont dans le sens d'une croissance économique légèrement plus soutenue fin 2016, la reprise se généralisant de plus en plus à l'ensemble des secteurs.

Comme attendu, l'inflation totale s'est accélérée récemment, principalement sous l'effet des évolutions des prix de l'énergie. Même si la hausse de l'IPCH de la zone euro devrait encore s'accroître en 2017, la

dynamique de l'inflation sous-jacente est demeurée modérée. Dans le même temps, l'incidence des hausses des prix du pétrole sur les perspectives d'inflation à moyen terme devra être évaluée de manière plus approfondie au cours des prochains mois.

Globalement, une orientation très accommodante de la politique monétaire a été indispensable pour renforcer les pressions inflationnistes domestiques et soutenir durablement l'inflation totale.

S'agissant de la communication, M. Praet, rappelant la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et les communications antérieures, a proposé de souligner qu'il serait fait abstraction des fluctuations de l'inflation mesurée par l'IPCH lorsque celles-ci sont considérées comme transitoires et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Il a également été important de confirmer le rythme et l'horizon prévus pour les achats dans le cadre de l'APP ainsi que les indications sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE comme annoncé en décembre. De même, il a été important de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs demeurerait prêt à ajuster son programme d'achats en termes de volume et/ou de durée si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

En complément de l'introduction de M. Praet sur les questions opérationnelles associées à la mise en œuvre des achats, dans le cadre de l'APP, d'actifs assortis de rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt de la BCE « dans la mesure nécessaire », M. Cœuré a rappelé que les achats d'obligations à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt avaient débuté le 16 janvier 2017. M. Cœuré a présenté essentiellement deux aspects à examiner : réduire au minimum les achats à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt et donner la priorité aux considérations relatives à la clé de répartition du capital dans les différentes juridictions. Chacun de ces aspects présente des avantages et des inconvénients différents, liés à l'incidence sur la partie courte de la courbe des rendements, à l'impact du programme sur la structure des échéances et à d'éventuelles difficultés de communication vis-à-vis des marchés et du grand public.

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 se sont largement accordés sur l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet. Les données et résultats d'enquêtes récents ont fait état d'une poursuite du raffermissement de la reprise économique dans la zone euro, confirmant dans l'ensemble les perspectives de croissance à court terme telles qu'elles avaient été évaluées lors de la précédente réunion de politique monétaire. Pour la période à venir, la croissance de la demande devrait continuer d'être soutenue par la progression de la consommation privée, ainsi que par la poursuite du redressement conjoncturel de

l'investissement des entreprises. La balance des risques pesant sur les perspectives de la zone euro a été considérée comme encore orientée à la baisse, principalement en raison des incertitudes entourant les perspectives de croissance de la demande extérieure.

Les dernières données et les indicateurs récents tirés d'enquêtes ont laissé penser que la croissance du PIB en volume de la zone euro se raffermissait et devrait se renforcer entre le troisième et le quatrième trimestre 2016. Les évolutions des données d'enquêtes, en particulier, ont été globalement positives. Il a été indiqué que les améliorations récentes de l'activité économique demeuraient globalement conformes à l'évaluation des perspectives à court terme présentée lors de la précédente réunion de politique monétaire et aux projections de décembre 2016 établies par les services de l'Eurosystème. Dans le même temps, il a également été souligné que certaines données récentes étaient légèrement plus favorables qu'attendu, notamment s'agissant des indicateurs tirés d'enquêtes et de ceux relatifs au marché du travail, démontrant la capacité de résistance de l'économie de la zone euro face au niveau actuellement élevé de l'incertitude.

En ce qui concerne la demande étrangère, les indicateurs récents vont dans le sens d'une amélioration de la dynamique de la croissance mondiale. Les risques pesant sur les perspectives économiques mondiales ont été perçus comme demeurant orientés à la baisse et ont trait aux évolutions géopolitiques, aux incertitudes quant aux futurs choix politiques de la nouvelle administration aux États-Unis, aux questions liées à la trajectoire de sortie de l'UE pour le Royaume-Uni, aux risques d'intensification des pressions protectionnistes et à la possibilité d'un regain de volatilité et de corrections à la baisse sur les marchés financiers mondiaux.

En ce qui concerne les évolutions de la demande intérieure, la consommation privée a continué d'être soutenue par la progression du revenu réel disponible, alimentée principalement par les créations d'emplois, tandis que les conditions de financement très favorables et l'amélioration de la rentabilité des entreprises devraient continuer de favoriser la reprise de l'investissement.

Il a été noté que l'économie de la zone euro progressait à présent à un rythme relativement régulier depuis un certain temps, les taux de croissance trimestriels du PIB en volume se situant entre 0,3 % et 0,6 % depuis le troisième trimestre 2014. Plutôt que d'être considérée, comme par le passé, comme une source de fragilité pour l'économie mondiale, la zone euro a démontré sa solidité face aux chocs externes. Une question a été soulevée quant à la mesure dans laquelle la croissance économique de la zone euro pourrait encore s'accélérer, de manière durable, par rapport au rythme actuel. D'une part, il a été remarqué que les estimations de la production potentielle se situaient à présent à la limite inférieure de la fourchette des taux de croissance observés au cours des derniers trimestres. Cela suggère que l'économie de la zone euro pourrait se heurter relativement rapidement à une « limite de vitesse », compte tenu également de la lenteur de la mise en œuvre des réformes structurelles ces dernières années. D'autre part, il a été noté que les estimations de l'écart de production restaient entourées d'incertitude et pourraient bien sous-estimer le degré de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie.

La reprise économique a continué de se généraliser progressivement à l'ensemble des secteurs et des pays, comme souligné par M. Praet dans son introduction. Même si les indications d'une convergence accrue au

sein de la zone euro ont constitué des éléments rassurants, il a également été rappelé qu'une croissance plus forte serait nécessaire dans les pays où la sous-utilisation des capacités de production est importante. Parallèlement, il a été remarqué qu'il fallait s'attendre à ce qu'un processus de rééquilibrage entre les secteurs et les pays entraîne des différentiels de croissance correspondants durant la période d'ajustement.

Il a été estimé que l'ajustement des bilans dans un certain nombre de secteurs continuait de freiner les perspectives de croissance économique. Dans le secteur financier, de nouveaux progrès sont nécessaires pour traiter les créances douteuses et garantir des fonds propres adéquats. Dans les secteurs non financiers, la poursuite de l'ajustement des bilans demeurera probablement également nécessaire, même s'il a été jugé difficile d'identifier des références pertinentes vis-à-vis desquelles l'endettement des entreprises pourrait être mesuré. Il a aussi été souligné que les évolutions de la répartition des revenus et du patrimoine prenaient de l'importance dans le débat politique au niveau mondial, y compris en ce qui concerne l'impact des mesures de politique monétaire. À cet égard, il est probable que les effets positifs des récentes mesures de politique monétaire sur le revenu et le patrimoine dans la zone euro, en particulier par le biais des créations d'emplois, l'ont globalement emporté sur les effets négatifs exercés sur la répartition, tels que ceux résultant des hausses des cours boursiers.

Les membres du Conseil ont souligné que les tendances récentes et les perspectives d'un raffermissement et d'une généralisation de la reprise économique ont largement bénéficié des conditions de financement exceptionnellement favorables et se sont appuyées sur le soutien continu apporté par les mesures de politique monétaire de la BCE. Toutefois, des contributions plus décisives doivent être apportées par d'autres domaines de la politique économique afin de garantir une reprise auto-entretenu. En particulier, les réformes structurelles sont essentielles pour garantir une croissance durable et ont été jugées particulièrement souhaitables dans le contexte actuel de raffermissement de la reprise et de conditions de financement favorables, dans la mesure où il est politiquement et économiquement plus facile de mettre en œuvre des réformes lors d'une reprise économique. S'agissant de la politique économique au niveau mondial, il a été jugé important de conserver un engagement prolongé en faveur de l'ouverture des marchés et du libre-échange.

La balance des risques pesant sur les perspectives économiques a été jugée comme demeurant orientée à la baisse, les risques ayant trait principalement à l'environnement international, aux incertitudes politiques et aux faiblesses persistantes affichées par les bilans de certains secteurs. Il a néanmoins été également noté que les risques à la baisse avaient légèrement diminué et il a été avancé que globalement, les risques entourant le scénario d'un raffermissement progressif de la reprise commençaient à être plus équilibrés. S'agissant du niveau actuellement élevé de l'incertitude, la prudence s'imposait pour estimer son incidence sur la consommation et l'investissement, compte tenu de l'existence d'autres facteurs agissant en sens inverse, comme les conditions de financement favorables, et l'incidence dépendant du type d'incertitude en jeu.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est passée de 0,6 % en novembre 2016 à 1,1 % en décembre, essentiellement en raison d'une combinaison d'effets de base et d'une

récente accentuation de la hausse des prix de l'énergie, les tensions sous-jacentes sur les prix restant faibles. Les perspectives à court terme de l'inflation totale devraient continuer d'être déterminées par les prix de l'énergie -le renversement de l'évolution des prix de l'énergie étant également un scénario possible- ainsi que par l'évolution du taux de change de l'euro. Au cours des prochains mois, l'inflation totale devrait continuer de se renforcer, d'abord largement en raison d'effets de base, puis soutenue par la reprise économique progressive attendue et par l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Les mesures de l'inflation sous-jacente se sont globalement maintenues à des niveaux faibles depuis la précédente réunion de politique monétaire. L'une de ces mesures, l'IPCH annuel hors produits alimentaires et énergie, a légèrement augmenté, passant de 0,8 % en novembre 2016 à 0,9 % en décembre, principalement sous l'effet d'une accentuation de la hausse des prix des services. Sur une période un peu plus longue, il a été noté que la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ressortait à 0,8 % environ depuis avril 2016. D'autres mesures, en particulier les prix à la production des biens de consommation non alimentaires et les anticipations relatives aux prix de vente tirées d'enquêtes, n'ont que faiblement augmenté et se sont maintenues à des niveaux faibles. Les hausses de salaire sont restées globalement modérées dans la zone euro et la faible dynamique des salaires a joué un rôle important dans le maintien des indicateurs de la hausse des prix des services à des niveaux globalement inchangés.

Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation tirés d'enquêtes, tels qu'ils ressortent en particulier de l'EPP, se sont inscrits en légère hausse à court terme par rapport aux informations disponibles lors de la réunion de politique monétaire de décembre, tandis qu'à long terme ils sont restés inchangés. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont également redressées, tout en demeurant inférieures aux mesures tirées d'enquêtes. À cet égard, il a été rappelé qu'il existe des incertitudes de mesure, résultant de l'impact des primes de risque, qui ne peuvent pas être facilement dissociées de la composante relative aux anticipations. L'évolution des marchés financiers internationaux, notamment les effets de contagion des marchés obligataires américains, a également joué un rôle important dans les récentes évolutions. En outre, il a été fait référence au prix de la protection contre la déflation, qui a continué de baisser et indique désormais qu'un scénario de déflation n'est plus envisagé par les intervenants de marché, tandis que le prix de la protection contre l'inflation a légèrement augmenté, tout en demeurant à des niveaux très faibles.

S'agissant d'éventuels risques à la baisse ou à la hausse pesant sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme, les membres du Conseil ont noté que les récentes hausses des prix de l'énergie ne s'étaient pas jusque-là traduites par des effets indirects ou de second tour sur l'inflation au sens large, même s'il a également été avancé que, sur la base des données antérieures, de tels effets pouvaient se matérialiser avec un fort décalage. Au cours des prochains mois, les effets indirects et de second tour de l'inflation totale sur l'inflation sous-jacente devraient faire l'objet d'un suivi attentif. Des effets indirects pourraient apparaître dans les secteurs dépendant fortement de l'énergie, comme ceux qui sont soumis à des hausses des coûts de transport. Quant aux possibles effets de second tour, un certain nombre de facteurs déterminant la dynamique des salaires méritent une surveillance permanente et une analyse plus approfondie. Premièrement, il a été

rappelé que le processus de formation des salaires était dans une large mesure rétrospectif dans plusieurs pays de la zone euro. Deuxièmement, le calendrier de fixation des salaires pourrait avoir un impact significatif sur la dynamique des salaires au cours des prochains mois. Toutefois, il a également été indiqué que les accords salariaux s'échelonnaient dans le temps et avaient souvent un horizon de plusieurs années. Cela suggérait que les effets de second tour seraient relativement lents à se faire sentir. Troisièmement, les réformes des marchés du travail et les modifications des processus de fixation des salaires, y compris l'évolution vers une plus grande décentralisation de la négociation collective dans certains pays, pourraient affecter le profil de la courbe de Phillips. Quatrièmement, la future dynamique des salaires dépendrait du degré de sous-utilisation des capacités sur le marché du travail, qui est difficile à mesurer. Cinquièmement, il a été considéré comme intéressant d'examiner plus en détail l'évolution des salaires, y compris les coûts unitaires de main-d'œuvre, dans les différents pays de la zone euro, où il fallait s'attendre à des divergences de la croissance des salaires, qui étaient nécessaires afin de poursuivre le rééquilibrage de la compétitivité au sein de la zone euro.

À moyen terme, l'inflation totale et l'inflation sous-jacente devraient augmenter progressivement, soutenues par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et la poursuite de la reprise économique. Globalement, il est apparu que les risques tant à la baisse qu'à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation justifiaient un suivi attentif.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La monnaie au sens large (M3) a poursuivi son expansion à un rythme vigoureux en novembre 2016, soutenue, comme au cours des mois précédents, par ses composantes les plus liquides. La dynamique du crédit a continué de s'inscrire sur la voie du redressement progressif amorcé début 2014, la croissance des prêts consentis aux SNF et aux ménages s'accéléralant en novembre.

Les membres du Conseil ont observé que les mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014, renforcées par les décisions de décembre 2016, continuaient de se transmettre efficacement aux conditions d'emprunt des entreprises et des ménages et à la création de crédit. Les améliorations constantes sur les marchés du crédit, notamment la distribution du crédit bancaire et les marchés de la dette des entreprises, pouvaient être observées sur une large palette d'indicateurs, y compris les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le quatrième trimestre 2016.

Plus généralement, il a été souligné que l'efficacité de la transmission de la politique monétaire aux évolutions du crédit dépendait de manière déterminante de la solidité sous-jacente des bilans des secteurs financier et non financier et des progrès réalisés sur la voie d'un ajustement. En particulier, des coussins de fonds propres adéquats et la résolution des créances douteuses dans le secteur bancaire étaient considérées comme des conditions préalables pour continuer de soutenir la création de crédit. De même, les progrès constants en matière de désendettement des SNF pourraient continuer de soutenir la demande de crédit au cours des prochains mois.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle l'inflation s'était accélérée récemment, en grande partie en raison d'effets de base relatifs aux prix de l'énergie, mais les tensions inflationnistes sous-jacentes demeuraient faibles et il n'existait toujours pas d'indication d'une tendance haussière concluante. Il a été largement admis qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire restait indispensable pour renforcer les pressions inflationnistes au sein de la zone euro et garantir que les taux d'inflation renouent durablement avec des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les membres du Conseil ont exprimé leur satisfaction quant à l'accueil réservé par les marchés financiers aux annonces de décembre 2016, ce qui a montré que la logique sous-jacente du recalibrage de l'APP et l'indication sur l'évolution des taux futurs fournie dans la communication du Conseil des gouverneurs avaient été bien comprises par les intervenants de marché. Les décisions prises en décembre ont réussi à préserver les conditions de financement très favorables qui étaient indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les conditions de financement ont globalement enregistré une amélioration généralisée depuis la réunion de politique monétaire de décembre et les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages ont continué de bénéficier de la transmission des mesures de politique monétaire.

Si plus de temps était nécessaire pour que ces mesures produisent pleinement leurs effets sur l'économie de la zone euro et, finalement, sur les résultats de l'inflation – considérant également que les délais de transmission des ajustements en cours des bilans risquaient d'être plus longs que d'ordinaire – il a été souligné que les mesures portaient de plus en plus leurs fruits en termes d'amélioration de la confiance, de créations d'emplois et de généralisation de la reprise. De plus, l'orientation accommodante de la politique monétaire est apparue de plus en plus visible dans les évolutions des anticipations d'inflation, qui ont montré des signes de retournement par rapport aux tendances stables ou négatives enregistrées précédemment, tout en reflétant également des modifications de l'environnement international.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le caractère approprié de l'orientation actuelle de la politique monétaire et les dernières évolutions ont généralement été perçues comme justifiant les décisions prises par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de début décembre 2016. S'il y avait eu des nouvelles positives depuis cette réunion, le tableau d'ensemble restait en grande partie inchangé et il fallait se garder de tout excès de confiance, les risques et les incertitudes n'ayant pas diminué sensiblement, notamment ceux liés à l'environnement politique au niveau mondial et au sein de la zone euro. De plus, le récent redressement de l'inflation s'expliquait principalement par une hausse des prix de l'énergie et, par conséquent, il était prématuré de tirer des conclusions quant aux éventuelles implications de ces récentes évolutions pour la perspective d'inflation à moyen terme. Un large consensus s'est dégagé sur l'insuffisance des progrès réalisés jusqu'ici vers une convergence durable et auto-entretenu de la trajectoire de l'inflation en conformité avec la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs. La dynamique de l'inflation sous-jacente est restée atone et le scénario

d'une tendance haussière de l'inflation dépend toujours de manière déterminante du maintien des conditions de financement actuellement très favorables, reflétant, dans une large mesure, l'orientation accommodante actuelle de la politique monétaire.

Dans ce contexte, il a été rappelé que, conformément à la stratégie de politique monétaire et aux précédentes communications du Conseil des gouverneurs, la politique monétaire doit suivre une approche prospective et axée sur le moyen terme, ce qui signifie que le Conseil des gouverneurs doit faire abstraction de la volatilité des données à court terme si elle est considérée comme transitoire et comme n'influant pas sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Par conséquent, un large consensus s'est dégagé pour faire abstraction de la reprise récente de l'inflation totale résultant des prix de l'énergie, tout en suivant attentivement les éventuels effets indirects et de second tour. Cela a été jugé totalement conforme aux décisions précédentes du Conseil des gouverneurs et à l'approche établie pour le traitement des variations temporaires de l'inflation, tant à la hausse qu'à la baisse.

Dans ce contexte, il a été largement admis qu'il était impératif de préserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire pour renforcer les pressions inflationnistes et soutenir durablement l'inflation totale. Faute de quoi, les récentes évolutions encourageantes des anticipations d'inflation et les perspectives d'un ajustement durable de l'inflation conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs pourraient être compromises. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs avait agi de façon judicieuse en faisant preuve de patience et de détermination pour assurer la stabilité et la prévisibilité dans un environnement toujours caractérisé par un niveau d'incertitude élevé. Dans le même temps, il a été indiqué que l'opportunité offerte par une période prolongée de conditions monétaires et financières favorables devait être utilisée par d'autres domaines de la politique économique pour soutenir une croissance durable, notamment en accélérant les réformes structurelles.

Pour la suite, les informations disponibles devraient être suivies attentivement, tandis qu'il faudrait davantage de temps pour mieux évaluer la remontée récente de l'inflation et la mesure dans laquelle les évolutions des prix de l'énergie se répercutent sur l'inflation sous-jacente et affectent les perspectives d'évolution à moyen terme des prix.

Les membres du Conseil ont considéré que la mise en œuvre de l'APP se poursuit sans heurt après les décisions prises en décembre d'élargir l'éventail des actifs éligibles. Toutefois, il a été observé que les taux des pensions ont enregistré un recul prononcé vers la fin de l'année, en particulier dans certaines juridictions, malgré les améliorations apportées aux facilités de prêts de titres de l'Eurosystème. Cela donne à penser que ces évolutions résultent d'un certain nombre de facteurs spécifiques. De plus, outre les effets de l'APP, plusieurs facteurs structurels ont également stimulé la demande de garanties de qualité élevée, notamment les tendances sur les marchés et les modifications réglementaires.

Il a été souligné que les améliorations apportées au programme de prêts de titres ont été favorablement accueillies par les intervenants de marché, l'utilisation globale du programme, et particulièrement l'utilisation à titre optionnel d'une garantie espèces, ayant augmenté, limitant la raréfaction des garanties vers la fin de

l'année. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs doit suivre attentivement les évolutions des marchés et l'utilisation des facilités de prêts de titres, et se tenir prêt à faire de nouveaux ajustements, s'il y a lieu.

S'agissant des détails de la mise en œuvre de la décision de décembre du Conseil des gouverneurs d'autoriser les achats d'actifs au-dessous du taux de la facilité de dépôt « dans la mesure nécessaire », les choix proposés par M. Cœuré ont été jugés reposer essentiellement sur les pondérations relatives à attribuer aux différents critères et restrictions attachés à l'APP. Il a été rappelé que le respect des limites des parts assignées aux émissions et aux émetteurs a été jugé très important à cet égard. Tandis qu'un poids significatif a également été accordé à la limitation des écarts par rapport à la clé de répartition du capital de la BCE, il a aussi été souligné que des écarts limités et temporaires étaient possibles et inévitables. Il existe donc une marge de manœuvre pour un arbitrage entre les écarts par rapport à la clé de répartition du capital d'une juridiction à l'autre et une limitation des montants des achats à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt.

Au total, un large soutien a été exprimé par les membres du Conseil en faveur de l'orientation donnée par M. Cœuré, selon laquelle les achats dans le cadre du PSPP à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt devraient, en premier lieu, être guidés par l'application de la clé de répartition du capital dans les différentes juridictions, sous réserve de contraintes de possibilités d'achat. Cette approche de référence pourrait être réexaminée par le Conseil des gouverneurs si des effets non souhaités se faisaient sentir sur les marchés. Dans le même temps, il a été convenu que, dans le cadre du PSPP, la priorité sera accordée aux achats d'actifs dont les rendements sont supérieurs au taux de la facilité de dépôt, limitant ainsi les montants des achats à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt s'il n'était pas nécessaire de réaliser les montants envisagés dans chaque juridiction.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés pour maintenir la communication adoptée lors de la réunion de politique monétaire de décembre et, par conséquent, pour confirmer à la fois le rythme et l'horizon prévus des achats dans le cadre de l'APP et les indications sur la trajectoire future des taux directeurs, comme l'avait suggéré M. Praet dans son introduction. Cela impliquait de réaffirmer que les achats d'actifs dans le cadre de l'APP continueraient au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017 et devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois d'avril 2017 jusqu'à la fin de l'année et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Bien qu'il ait été reconnu que les évolutions de l'inflation et de la croissance étaient orientées dans la bonne direction, les incertitudes n'ont pas diminué. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs doit également continuer de signaler sa volonté et sa disponibilité pour agir, le cas échéant, afin d'atteindre son objectif de stabilité des prix. Cela signifie notamment qu'il demeure prêt à ajuster son programme d'achats en termes de volume et/ou de durée si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

Enfin, il a été estimé qu'il convenait de demander fermement aux autres responsables de la politique économique de renforcer leurs efforts de soutien à la reprise et aux perspectives de croissance durable dans la zone euro. L'orientation accommodante de la politique monétaire et le raffermissement de la reprise offrent aux gouvernements de la zone euro un environnement favorable pour s'engager de manière décisive dans des réformes structurelles afin de stimuler l'investissement, de réduire le chômage structurel et d'accroître la production potentielle.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il poursuivra ses achats au titre de l'APP au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusque fin mars 2017 et, qu'à partir d'avril 2017, les achats nets d'actifs devraient continuer à hauteur de 60 milliards d'euros par mois jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Le Conseil des gouverneurs a réaffirmé qu'il était prêt à augmenter le volume et/ou la durée de son programme d'achats si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

S'agissant des détails complémentaires relatifs à la façon dont l'Eurosystème achèterait des actifs d'un rendement inférieur au taux de la facilité de dépôt dans le cadre de l'APP, le Conseil des gouverneurs a décidé que les achats à un taux inférieur à celui de la facilité de dépôt seraient effectués uniquement dans le cadre du PSPP et que, dans chaque juridiction, la priorité serait accordée aux achats d'actifs dont les rendements sont supérieurs au taux de la facilité de dépôt. Cela signifie que le montant des achats devant être effectués à des taux inférieurs à celui de la facilité de dépôt variera d'une juridiction à l'autre. Ce montant pourra également évoluer au fil du temps, sous l'effet des évolutions des taux d'intérêt de marché par rapport au taux de la facilité de dépôt.

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

Déclaration introductive

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/is170119.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170119.fr.html>

https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-presse-bce_2017-01-17_la-bce-precise-les-modalites-des-achats-dans-le-cadre_de-l-app.pdf

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 18 et 19 janvier 2017

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Jazbec*
M. Knot
Mme Lautenschläger
M. Liikanen*
M. Linde
M. Makúch*
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Vella
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann*

* Membres ne disposant pas de droit de vote en janvier 2017 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Schill, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, direction générale Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Aucremanne

M. Bitāns

Mme Buch

M. Dolenc

Mme Donnery

Suppléante de M. Lane

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Ramalho

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Välimäki

M. Wunsch

Suppléant de M. Smets

M. Zautzik

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général Opérations de marché

M. Klöckers, directeur général adjoint, Questions économiques

M. Rostagno, directeur Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 6 avril 2017