

21 mai 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 14 et mercredi 15 avril 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 4 et 5 mars 2015, la BCE a mis en œuvre son programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*), ce qui a eu une incidence importante sur les marchés financiers de la zone euro, contribuant à de nouvelles baisses des rendements des emprunts publics, tandis que la hausse de l'excédent de liquidité a exercé une pression à la baisse sur les taux du marché monétaire de l'euro. L'euro a continué de se déprécier contre le dollar, atteignant un point bas de 1,05 dollar pour un euro.

Depuis le début des achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (*Public Sector Purchase Programme – PSPP*) le 9 mars, les rendements des obligations souveraines ont continué de diminuer, atteignant de nouveaux points bas historiques dans presque tous les pays de la zone euro, l'incidence la plus forte portant sur les échéances les plus longues de la courbe des rendements. Cependant, au cours du mois, les baisses des rendements qui avaient immédiatement suivi le début du programme se sont partiellement inversées dans certains pays. Les courbes des rendements sont restées plus basses et plus plates que le 4 mars, c'est-à-dire juste avant l'annonce des détails de la mise en œuvre du PSPP. Ce déplacement vers le bas apparaît encore plus clairement si l'on compare les courbes de rendement actuelles avec celles observées immédiatement avant l'annonce de l'APP, le 22 janvier.

Les achats quotidiens de titres réalisés dans le cadre du PSPP se sont élevés à 3,2 milliards d'euros environ en moyenne. Pour l'ensemble de l'APP, le volume annoncé de 60 milliards par mois a été atteint au cours du premier mois de mise en œuvre du programme. Les inquiétudes de certains intervenants de marché, qui pensaient que la BCE aurait des difficultés à respecter les objectifs d'achat, ne se sont pas concrétisées jusqu'à présent. Ces inquiétudes se fondaient sur l'hypothèse que la BCE finirait par épuiser l'offre des vendeurs réactifs aux prix ainsi que sur l'anticipation selon laquelle le rendement d'un nombre croissant d'obligations tomberait en dessous du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Cependant, à ce stade, ces problèmes ne semblent pas pressants.

Au cours du premier mois de mise en œuvre, les conditions du marché obligataire ont été assez favorables et la liquidité de marché est également restée satisfaisante dans la plupart des pays, comme l'illustrent la disponibilité rapide des obligations et le fait que les transactions soient généralement valorisées en milieu de fourchette.

Les achats d'obligations émises par des agences et par des institutions supranationales ont été effectués sans difficulté majeure. Toutefois, la mise en œuvre s'est avérée plus difficile qu'avec les titres d'emprunts publics, car la liquidité de marché de ces obligations était déjà plus faible avant le début du programme.

L'annonce des modalités du programme de gestion de prêts de titres le 1^{er} avril a été accueillie favorablement par les intervenants de marché. Dans le même temps, certains commentateurs ont constaté la nécessité de rationaliser les différentes possibilités en matière de prêts de titres et de progresser vers une harmonisation accrue des modalités appliquées par les banques centrales de l'Eurosystème.

Les performances des marchés d'actions ont été exceptionnellement bonnes. Depuis la réunion de politique monétaire des 4 et 5 mars, les rendements totaux sur l'EuroStoxx 50 et sur les indices boursiers des banques de l'EuroStoxx ont été de 7,5 % et 10 % respectivement, soit un niveau beaucoup plus élevé que les rendements totaux sur les marchés obligataires souverains. Selon les intervenants de marché, cette forte réaction des marchés boursiers est due par la baisse des rendements sur les investissements obligataires, les investisseurs s'étant clairement détournés des obligations au profit des actions. Certains analystes de marché ont attribué la vigueur de la performance des actions bancaires à la hausse de la valorisation des portefeuilles d'obligations souveraines des banques.

Sur le marché des obligations du secteur privé, les plus-values ont été sensiblement plus faibles que sur celui des obligations souveraines si l'on compare les indices Markit iBoxx respectifs, l'indice souverain progressant de 1,6 % et l'indice des sociétés non financières de 0,3 %. Les émissions libellées en euros réalisées à l'extérieur de la zone euro par les entreprises non-résidentes ont augmenté. Les entreprises étrangères ont bénéficié d'un avantage de financement substantiel en émettant en euros et en effectuant ensuite un *swap* en dollars, au lieu d'émettre directement en dollars, ce qui a accru le rôle de l'euro comme devise de financement. Les émissions se sont concentrées sur les échéances à plus long terme, de manière cohérente avec l'aplatissement de la courbe des rendements des obligations d'entreprises.

S'agissant des autres programmes constitutifs de l'APP, les achats d'ABS réglés ont atteint 1,2 milliard d'euros pour le mois de mars et les achats cumulés se sont élevés à 4,6 milliards dans le cadre de l'ABSPP à fin mars. L'Eurosystème a participé à quatre émissions sur le marché primaire et également à quelques émissions de titres détenus pour compte propre (titrisations retenues). Les émissions d'ABS se sont redressées, conformément à leur profil saisonnier habituel, et, sur la base de ce profil, une hausse de ces émissions est attendue au deuxième trimestre de l'année. Les achats d'obligations sécurisées se sont élevés à 12,4 milliards d'euros en mars, également soutenus par la participation à un certain nombre d'émissions primaires. Les achats cumulés dans le cadre du programme se sont élevés à 63,6 milliards d'euros à fin mars, dont 18,9 % d'émissions sur le marché primaire représentant. Étant donné le ralentissement traditionnel des émissions primaires sur le marché des obligations sécurisées au deuxième trimestre, il est possible qu'une ampleur comparable des émissions et des achats ne se poursuive pas dans les semaines à venir.

Concernant les marchés monétaires et la liquidité, le niveau de l'excédent de liquidité a augmenté de plus de 100 milliards d'euros depuis le début de l'APP, atteignant 247 milliards le 7 avril. Cette progression s'explique par l'incidence cumulée du PSPP et du règlement de la troisième opération de refinancement à plus long terme ciblée. Selon une première analyse de l'excédent de liquidité par contreparties, il semble que cet

excédent ait jusqu'à présent continué d'affluer vers les grandes banques internationales situées dans quelques pays de la zone euro.

Les taux du marché monétaire, pour les prêts en blanc comme pour les prêts garantis, ont continué de fléchir. L'Euribor 3 mois a atteint le 14 avril un nouveau point bas historique de 0,8 point de base, tandis que les taux implicites des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois étaient cotés à des niveaux légèrement négatifs pour les contrats à terme à compter de juin 2015.

L'Eonia a connu une certaine rigidité à la baisse, sa moyenne s'établissant à - 5,6 points de base lors de la deuxième période de constitution de réserves, niveau plus faible que fin 2014 mais encore largement supérieur au taux de la facilité de dépôt. Le taux anticipé de l'Eonia pour fin 2015 s'est établi à - 15 points de base. Cela peut en partie continuer de refléter l'anticipation d'une baisse du taux de la facilité de dépôt (même modérée), comme le suggère la probabilité de se situer en territoire négatif, tel que calculée par la valeur des options.

Sur le marché des changes, l'euro a atteint un point bas de 1,05 dollar pour un euro après le début de l'APP, se dépréciant ainsi de 25 % depuis mai 2014. Selon certains intervenants de marché, cette évolution a été soutenue par les sorties nettes continues provenant des marchés obligataires publics de la zone euro, qui se sont accélérées avec le fléchissement des rendements des obligations souveraines. L'effet de ces sorties sur le taux de change de l'euro a été un peu atténué par des entrées nettes sur les marchés des actions de la part d'investisseurs extérieurs à la zone euro. En janvier 2015, les flux nets cumulés d'obligations et d'actions à destination et en provenance de la zone euro enregistrés dans la balance des paiements ont été positifs pour la première fois depuis juin 2014, les entrées en actions dans la zone euro ayant été supérieures aux sorties en obligations. Certains éléments laissent penser que les entrées en actions se sont intensifiées en février et en mars, ce qui concorde avec la hausse des émissions d'actions observée dans la zone euro au premier trimestre.

Selon les intervenants de marché, l'incidence des flux de capitaux sur le taux de change a été atténuée par les stratégies de couverture des investisseurs. Les tendances récentes du comportement de couverture du risque de change suggèrent que la part des investisseurs hors de la zone euro qui couvrent leurs portefeuilles a augmenté, ce qui a réduit l'incidence des entrées de capitaux sur le taux de change.

S'agissant des évolutions internationales, la publication de la déclaration du Comité de l'*open market* de la Réserve fédérale américaine le 18 mars a eu un impact important sur les marchés financiers mondiaux. Le Comité a revu à la baisse ses projections relatives à la croissance du PIB et à l'évolution de l'indice sous-jacent des prix à la consommation, ainsi que ses anticipations quant au rythme et à l'ampleur appropriés du resserrement de la politique monétaire, comme le reflètent les points médians des fourchettes cibles ou le taux objectif des fonds fédéraux. La faiblesse inattendue des chiffres de l'emploi salarié non agricole, publiés le 3 avril 2015, a encore accru les anticipations selon lesquelles le relèvement des taux n'interviendrait que plus tard dans l'année, même si une hausse en juin n'est pas encore complètement écartée par les intervenants de marché.

La volatilité intrajournalière du marché des changes a été exceptionnellement forte le 18 mars 2015. Le taux de change de l'euro contre le dollar est passé de 1,06 dollar à 1,10 dollar en quelques heures, entraînant une variation globale intrajournalière de 4,4 % environ, la deuxième variation la plus importante depuis la création de l'euro. La seule variation de plus grande ampleur du taux de change EUR/USD avait été observée le 22 septembre 2000, lorsque la BCE était intervenue sur le marché des changes. Selon certains analystes, la variation enregistrée en mars a été amplifiée par la faiblesse de la liquidité (ce mouvement s'étant produit juste après la fermeture de la séance de New York, moment où le volume du marché est généralement à son point le plus bas du cycle journalier) et par le dénouement de très importantes positions courtes non commerciales en euros.

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.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) de la production mondiale a encore augmenté en mars, signalant une croissance soutenue du PIB en volume au premier trimestre 2015. Toutefois, la reprise mondiale devrait rester progressive et inégale entre les différentes régions, les indicateurs de la production tirés d'enquêtes étant supérieurs à leurs moyennes de long terme dans les économies avancées et très inférieurs à celles-ci dans de nombreuses économies émergentes. Le commerce mondial a aussi montré, récemment, des signes de ralentissement. Les échanges mondiaux de marchandises ont chuté en janvier, sous l'effet essentiellement de la baisse en volume des importations dans les économies émergentes. En revanche, le rythme de croissance des importations s'est amélioré dans les économies avancées. L'indice global des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation a légèrement fléchi en mars 2015, indiquant une stabilité de la dynamique du commerce mondial. La hausse annuelle de l'IPC dans les pays de l'OCDE est restée modérée, s'établissant à 0,6 % en février. Hors produits alimentaires et énergie, elle est ressortie à 1,7 %. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars, le cours du *Brent* a diminué de 7 % environ pour s'établir autour de 57 dollars le baril le 13 avril, demeurant toutefois supérieur de plus de 20 % aux points bas qu'il avait atteints à la mi-janvier. Les prix des matières premières hors énergie ont légèrement fléchi, de 3,5 %, principalement en raison de la baisse des prix des produits alimentaires. L'euro s'est déprécié de 5,7 % par rapport au dollar et de 4,3 % en termes effectifs nominaux.

Le taux de croissance trimestriel du PIB en volume de la zone euro a été confirmé à 0,3 % au quatrième trimestre 2014, la contribution positive de la demande intérieure et des exportations nettes étant partiellement annulée par la contribution négative des stocks. Au même trimestre, la consommation privée et l'investissement total ont augmenté de 0,4 %, en rythme trimestriel, les investissements étant entraînés par

l'évolution dans le secteur de la construction. Sur l'ensemble de l'année 2014, le PIB en volume progresse de 0,9 %, après une contraction de 0,5 % en 2013.

L'activité économique dans la zone euro s'est encore renforcée début 2015. Plus précisément, 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 améliorés entre le quatrième trimestre 2014 et le premier trimestre 2015. Au premier trimestre 2015, les deux indicateurs se situaient au-dessus de leurs moyennes de long terme respectives. En février 2015, la production industrielle (hors construction) a augmenté de 1,1 % en glissement mensuel et, en janvier et en février, l'indice s'est établi en moyenne 0,7 % au-dessus de son niveau moyen du quatrième trimestre 2014. La dynamique de la consommation privée s'est maintenue. En janvier et en février, l'indicateur regroupant les ventes au détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières s'est inscrit, en moyenne, presque 2 % au-dessus de son niveau moyen du dernier trimestre 2014. En outre, la confiance des consommateurs s'est encore améliorée en mars, atteignant des niveaux observés pour la dernière fois à l'été 2007.

S'agissant du marché du travail, l'emploi a progressé de 0,1 % en rythme trimestriel au dernier trimestre 2014, tandis que le taux de chômage a encore diminué, de 0,1 point de pourcentage, pour ressortir à 11,3 % en février 2015. Les données tirées d'enquêtes disponibles indiquent la poursuite d'une croissance modérée de l'emploi au premier 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 reste importante. D'après les estimations disponibles, l'écart de production négatif est aussi élevé qu'en 2009. Bien que l'on s'attende à un resserrement de l'écart de production et à un redressement de la croissance potentielle au cours des prochaines années, la perte de production effective et de production potentielle due à la crise et à des obstacles structurels devrait rester importante à moyen terme.

Concernant les prix, des signes indiquent que la tendance à la baisse de l'inflation totale dans la zone euro s'est récemment interrompue. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est redressée en mars, ressortant à -0,1 %, après -0,3 % en février et -0,6 % en janvier. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 0,6 % en mars, contre 0,7 % en février et 0,6 % en janvier.

Un profil d'évolution de l'inflation analogue ressort des données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives aux prix des intrants et des produits finaux et des données issues des enquêtes de la Commission européenne sur les anticipations relatives aux prix de vente. En outre, un regain de tensions tout au long de la chaîne des prix, en raison par exemple des prix à la production, devrait se matérialiser. Les anticipations relatives aux prix de vente dans le commerce de détail se sont, elles aussi, améliorées dans presque toutes les grandes économies de la zone euro.

La croissance annuelle de la rémunération par tête a légèrement accéléré au quatrième trimestre 2014. Les effets de second tour dus aux baisses antérieures des prix du pétrole devraient, selon les estimations, être limités et se raréfier à terme grâce aux mesures de politique monétaire mises en place. De même, compte tenu de la récente amélioration des intentions d'achats importants de la part des consommateurs, rien ne porte à croire que la persistance du processus désinflationniste et le niveau bas et négatif des taux d'inflation, constatés au cours des derniers mois, aient incité les consommateurs à reporter leurs dépenses dans l'attente d'une baisse des prix.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2015 indique que le taux d'inflation attendu à cinq ans s'élève à 1,84 %, après 1,77 % dans la précédente enquête. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro tirées des marchés ont progressé par rapport aux creux atteints mi-janvier. Le 13 avril, par exemple, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* d'inflation dans cinq ans s'établissait à 1,7 % après un point bas de 1,5 % environ mi-janvier. Les mesures à plus court terme fondées sur les marchés ont également augmenté depuis mi-janvier, et plus sensiblement au cours des semaines précédant la présente réunion.

Concernant les conditions monétaires et financières, les rendements nominaux ont poursuivi leur baisse, tombant à des niveaux historiquement bas. C'est ce qui a également été observé pour les écarts de rendement des obligations du secteur privé au cours des tout derniers mois dans la majorité des pays de la zone euro, ainsi que pour le coût nominal global du financement externe des sociétés non financières (SNF) de la zone euro. Les taux débiteurs des banques sont demeurés orientés à la baisse dans un contexte de volatilité mensuelle. Les taux composites appliqués aux prêts bancaires consentis aux SNF dans la zone euro ont diminué de 2,3 % en février, après 2,8 % en juin 2014. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts au logement accordés aux ménages se sont inscrits juste en dessous de 2,4 %, après 2,9 % en juin 2014.

S'agissant de la dynamique de la monnaie et des prêts, les dernières données pour février confirment une reprise progressive à partir de bas niveaux. La croissance annuelle de M3 est passée de 3,7 % en janvier à 4,0 % en février, sous l'impulsion essentiellement de M1. Le taux de croissance annuel de M1 s'est encore redressé pour s'établir à 9,1 % en février, après 8,9 % en janvier, en raison d'importants flux au profit des dépôts à vue.

La reprise observée dans la dynamique des prêts s'est également poursuivie. Le taux de variation annuel des prêts octroyés aux SNF par les institutions financières monétaires (IFM), en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, s'est amélioré en février, ressortant à - 0,4 % contre - 0,9 % en janvier. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages par les IFM, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, a légèrement progressé en février pour s'établir à 1,0 %, après 0,9 % en janvier. De même, l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire indique une amélioration des conditions d'offre et de demande de prêts.

Pour les autres contreparties de M3, la diminution des entrées enregistrées au titre de la position extérieure nette s'est poursuivie en février 2015. Sur un an, la position extérieure nette du secteur des IFM de la zone euro a encore augmenté en février, tandis que les engagements à long terme des IFM, y compris le capital et les réserves, ont poursuivi leur baisse, diminuant de 2,6 % en février.

S'agissant des politiques budgétaires, si les résultats en 2014 ont été un peu meilleurs que prévu, l'orientation budgétaire moyenne dans la zone euro devrait rester globalement neutre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a noté que l'activité économique s'est encore accélérée dans la zone euro depuis fin 2014, des signes de plus en plus nombreux indiquant que la reprise économique allait s'étendre et se renforcer progressivement, corroborant ainsi les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE pour la zone euro. En outre, les risques qui entourent les perspectives économiques, tout en demeurant orientés à la baisse, sont devenus plus équilibrés. La tendance à la baisse de l'inflation totale s'est également interrompue, la plupart des mesures d'anticipations d'inflation s'étant redressées par rapport à leurs points bas constatés mi-janvier. Les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs en janvier ont fortement contribué à faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation. En recoupant les résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire, on constate que les dynamiques de la monnaie et du crédit se sont encore renforcées dans un contexte d'amélioration des conditions financières et sont également cohérentes avec les perspectives d'une lente amélioration de la croissance et de l'inflation dans la zone euro.

S'il convient de faire preuve d'un optimisme prudent pour les perspectives à court et moyen terme pour l'économie de la zone euro, en tenant compte des premiers signes attestant de l'efficacité des mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, il est néanmoins important de rester vigilant, si l'on considère également que l'APP étendu n'est en place que depuis un mois et que les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation sont conditionnelles à la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire qui ont été décidées. 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, à ce jour, de réformes structurelles ayant vocation à améliorer l'environnement économique et l'activité d'investissement.

Des réformes structurelles sont nécessaires pour accroître le PIB potentiel de la zone euro, ce que la politique monétaire ne saurait à elle seule réaliser. Il est donc primordial que l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire trouve son complément naturel dans des politiques de réformes structurelles capables de soutenir la reprise conjoncturelle et de garantir qu'elle se traduise également par une plus forte croissance du PIB potentiel et un plus faible chômage structurel. L'accent doit être mis sur les réformes structurelles, qui

contribueront non seulement à relever le potentiel de croissance à moyen et long terme, mais peuvent déjà, à court terme, susciter des anticipations de revenus durablement plus élevés et ainsi inciter les ménages à accroître leur consommation et les entreprises à augmenter leur investissement.

Dans le cadre de son évaluation des options de politique monétaire, M. Praet a estimé, compte tenu des informations disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire les 4 et 5 mars derniers, qu'il n'était pas nécessaire de réexaminer l'orientation de la politique monétaire ni aucun des paramètres de l'APP. En conséquence, c'est sur la mise en œuvre résolue des mesures annoncées qu'il convient de continuer à mettre l'accent. À cette fin, le Conseil des gouverneurs devait confirmer une nouvelle fois que les achats dans le cadre de l'APP étaient prévus 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 de taux inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs devait également souligner que les achats d'actifs se déroulaient sans heurt et portaient sur des volumes conformes au montant annoncé de 60 milliards d'euros par mois, comme l'avait indiqué M. Cœuré.

Pour évaluer la matérialisation d'un ajustement durable du rythme de l'inflation, le Conseil des gouverneurs poursuivra sa stratégie de politique monétaire et se concentrera sur la tendance de l'inflation, abstraction faite de mouvements imprévus, dans un sens ou dans l'autre, des mesures d'inflation, s'ils sont jugés temporaires et sans incidence sur les perspectives à moyen terme pour la stabilité des prix. En conséquence, il continuera d'évaluer les perspectives à l'aide de plusieurs outils et indicateurs de l'inflation réalisée et attendue, sans ajuster mécaniquement son orientation à l'évolution d'un indicateur macroéconomique considéré isolément.

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 souscrit à 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 et les résultats d'enquêtes les plus récents ont confirmé que la croissance économique s'est encore accélérée. À plus long terme, l'amélioration des conditions financières, la baisse des prix du pétrole et la dépréciation de l'euro ont été jugées comme étant des éléments favorisant un élargissement et un renforcement progressifs de la reprise, tandis que la poursuite de l'ajustement des bilans dans certains secteurs et la lenteur des réformes structurelles devaient en freiner le rythme. Plusieurs remarques ont été formulées à propos de la relation entre les mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs et les perspectives d'activité économique, un large consensus s'étant dégagé sur le fait que ces mesures jouaient un rôle important de soutien de la croissance économique en abaissant les coûts d'emprunt, en agissant au travers du canal de la confiance et du canal financier et *via* l'incidence sur les taux de change.

Pour l'avenir, les membres du Conseil ont rappelé que, conformément aux projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE, un solide redressement de la croissance supposait une mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées. Dans le même temps, il a été remarqué qu'il convenait de se montrer prudent et de ne pas surévaluer l'incidence des mesures de politique monétaire sur l'activité économique, compte tenu des difficultés à distinguer l'effet de la politique monétaire de celui d'autres variables dans l'environnement actuellement favorable.

Un certain nombre de réflexions ont été formulées sur les composantes individuelles de la demande. La consommation devait être le principal moteur de la demande intérieure, reflétant des évolutions positives du revenu disponible réel. Toutefois, une certaine prudence a été exprimée en raison de la possibilité d'un ralentissement de la croissance de la consommation, ainsi que de la nécessité de poursuivre l'ajustement des bilans des ménages et des banques dans certaines régions de la zone euro. Une reprise de l'investissement a été considérée essentielle pour assurer une amélioration durable de la croissance économique globale. Tandis que certaines conditions semblaient réunies pour un redressement de l'investissement privé, plus particulièrement des conditions de financement favorables à l'endettement et aux fonds propres, d'autres indicateurs comme les évolutions des bénéfices et le climat des affaires étaient encore contrastés et n'apportaient pas, à ce stade, de soutien à une accélération sensible de la croissance de l'investissement. Enfin, il a été noté que les exportations nettes avaient apporté un soutien considérable à la croissance, mais il n'était pas certain que cela se poursuivrait, compte tenu de la faiblesse générale des perspectives du commerce mondial et des incertitudes géopolitiques.

S'agissant de l'analyse des perspectives économiques, il a été jugé utile de distinguer les évolutions de la croissance effective et de la croissance potentielle afin de clarifier les rôles respectifs des politiques axées sur la demande et sur l'offre. Le caractère conjoncturel de la reprise prévue a été souligné, la croissance potentielle demeurant faible, limitant les possibilités de redressement durable. Notamment, le rôle clé de l'investissement dans le soutien à la demande et dans l'amélioration des capacités productives a été rappelé. Une certaine interaction entre l'investissement et la croissance potentielle a été soulignée, les choix actuels d'investissements dépendant largement des perspectives de la croissance potentielle, dont le profil est lui-même déterminé par la demande actuelle d'investissements. Dans ce contexte, il a également été souligné que les estimations de la croissance potentielle et de l'écart de production étaient entourées d'importantes incertitudes de mesure.

Globalement, les membres du conseil ont considéré que les risques entourant les perspectives économiques pour la zone euro, bien que restant orientés à la baisse, étaient devenus plus équilibrés sous l'effet des décisions de politique monétaire récentes, de la baisse antérieure des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro. Des risques à la baisse pesant sur la croissance résultant de l'environnement extérieur sont perçus, les risques géopolitiques demeurant élevés dans plusieurs régions voisines de l'UE. En outre, des tensions

financières liées aux évolutions politiques et au blocage des négociations du programme concernant la Grèce ont été considérées être une source de risques à la baisse. Un risque supplémentaire à la baisse avait trait à la persistance d'un besoin de désendettement dans plusieurs secteurs de l'économie, notamment le secteur bancaire et les secteurs privés non financiers de certains pays de la zone euro.

Une complaisance vis-à-vis des réformes structurelles et de l'assainissement des finances publiques représentait un autre risque à la baisse pour les perspectives d'activité économique. Les gouvernements bénéficient actuellement d'un environnement propice de renforcement de la reprise économique, de bas niveau des taux d'intérêt et de conditions de financement favorables. Il a été souligné que cet environnement propice et ses bénéfices exceptionnels devraient être utilisés pour accélérer résolument les réformes tant à l'échelle de l'UE qu'au niveau national.

Les membres du Conseil ont fait remarquer que le risque d'insuffisance des progrès en matière de réformes était particulièrement prononcé en ce qui concerne les politiques structurelles, qui étaient freinées par la résistance au changement. En l'absence de réformes structurelles, il existait des risques sérieux que la croissance potentielle reste faible et que la demande d'investissement ne se redresse pas aussi fortement que prévu. Des mesures d'amélioration de la croissance du PIB potentiel ont été jugées essentielles, ne serait-ce qu'en raison de la diminution de la population en âge de travailler dans la zone euro et des difficultés de financement qui en découlent pour les régimes de retraite, qui ne peuvent être traitées que par des mesures résolues visant à accroître la productivité globale des facteurs. En outre, une absence de réformes structurelles freinerait non seulement la croissance potentielle mais aussi la croissance économique réelle dans la zone euro. Dans ce contexte, il a été rappelé que, si les effets sur la demande à long terme des réformes structurelles étaient indiscutablement positifs et devaient être considérés comme la principale motivation de ces réformes, les effets à court terme étaient moins clairs et dépendaient largement de la nature des mesures adoptées. Par exemple, si des réformes des systèmes juridiques produisaient très probablement des avantages immédiats, ce serait moins évident dans le cas des réformes des marchés du travail, une plus grande flexibilité de ces marchés pouvant dans un premier temps affaiblir la demande, point qui avait été souligné par des travaux de l'OCDE. Cependant, il a été avancé que les réformes des marchés du travail et des biens et services pouvaient avoir un effet positif à court terme sur la demande, les anticipations d'une hausse permanente du revenu pouvant contribuer à améliorer la demande d'investissement et de consommation et l'accroissement du PIB potentiel pouvant réduire les inquiétudes relatives à la viabilité de la dette, générant ainsi une marge budgétaire et limitant l'incitation des consommateurs à épargner en anticipation d'un futur alourdissement de la fiscalité. Globalement, il a été jugé important de donner la priorité aux réformes structurelles qui ont une incidence anticipée positive sur la croissance.

Les réformes structurelles ont été jugées essentielles pour compléter les actions de politique monétaire de la BCE. Il était donc important de souligner que la politique monétaire ne saurait remplacer les réformes structurelles. En outre, il existait un risque que le niveau plancher des taux directeurs puisse être pris comme

excuse pour différer les réformes structurelles dans un environnement de faible inflation. Selon des travaux économiques récents, certaines réformes structurelles pourraient exercer un effet de contraction lorsque les taux d'intérêt atteignent la borne zéro, dans la mesure où elles pourraient réduire l'inflation, accroître les taux d'intérêt réels et de ce fait affaiblir la demande intérieure. Toutefois, les conclusions de ces travaux s'appuyaient explicitement sur l'absence d'une relance monétaire appropriée et ne pouvaient donc actuellement concerner la zone euro, après l'adoption des mesures non conventionnelles de politique monétaire par le Conseil des gouverneurs, qui ont renforcé l'orientation monétaire accommodante soutenant les anticipations d'inflation et le bas niveau des taux d'intérêt réels.

S'agissant de la politique budgétaire, il a été rappelé que la discipline budgétaire demeurait essentielle en raison des niveaux de dette publique élevés et de la nécessité de recréer une marge budgétaire afin de pouvoir absorber les chocs futurs. Des craintes ont été exprimées que les gouvernements ne fassent pas une utilisation productive des bénéfices exceptionnels apportés par les conditions de financement favorables et n'assouplissent indûment la discipline budgétaire, affectant négativement la viabilité des finances publiques.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation des perspectives présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse de l'IPCH global semble avoir atteint un plancher, son taux de variation annuel étant ressorti à $-0,1\%$ en mars 2015, après $-0,3\%$ en février et $-0,6\%$ en janvier. Il a également été fait référence aux dernières données sur le redressement des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes ou fondées sur les marchés. Globalement, il a été observé que les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs avaient contribué à l'amélioration des perspectives d'inflation. Si l'effet immédiat de ces mesures apparaît moindre du côté nominal que du côté réel, la confiance a été exprimée dans le fait que la mise en œuvre intégrale des mesures de politique monétaire contribuerait à ramener l'évolution des prix à un niveau compatible avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme et dissiperait les inquiétudes relatives à des risques à la baisse pour la stabilité des prix. Il a également été noté, quoi qu'il en soit, que les consommateurs ne semblaient donner aucune indication de comportement déflationniste, la consommation de biens durables, qui est généralement différée dans un environnement déflationniste, ayant fortement progressé ces derniers trimestres.

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.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les dynamiques de la monnaie et du crédit se sont encore renforcées. La croissance de l'agrégat monétaire large a continué d'être soutenue par ses composantes les plus liquides. La dynamique des prêts s'est encore améliorée progressivement, confirmant le retournement qui s'était amorcé depuis le premier semestre 2014. Cette évolution a résulté des améliorations de la demande et

de l'offre de crédit, reflétant, en particulier, l'amélioration des fonds propres des banques et les mesures de politique monétaire adoptées. Malgré ces progrès, la dynamique des prêts aux sociétés non financières est restée modérée et irrégulière dans les différents pays de la zone euro. Cela reflète le décalage avec le cycle économique, le risque de crédit, des facteurs liés à l'offre de crédit ainsi que l'ajustement en cours des bilans dans les secteurs financier et non financier, qui restait alors incomplet.

Il a été souligné que les conditions d'emprunt appliquées aux entreprises et aux ménages se sont encore améliorées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, ce qui a été considéré comme un signe de recul des perturbations du canal du crédit de la politique monétaire, permettant la transmission efficace des mesures prises par le Conseil des gouverneurs. Les taux des prêts bancaires accordés aux sociétés non financières et aux ménages ont continué de s'inscrire sur une tendance baissière, en dépit d'une certaine volatilité mensuelle, soutenant ainsi la demande de crédit. Cette évolution corroborait les résultats de l'enquête d'avril 2015 sur la distribution du crédit bancaire, qui faisaient état d'un nouvel assouplissement net des critères d'octroi et des modalités et conditions de crédit. Néanmoins, il a été souligné que les taux débiteurs n'avaient pas baissé autant qu'attendu compte tenu du niveau actuel des taux directeurs, ce qui était peut-être lié au besoin persistant d'ajustement des bilans des banques dans certains pays de la zone euro.

L'incidence éventuelle du programme d'achats d'actifs (APP) sur les évolutions monétaires a été considérée comme étant largement dépendante du secteur et de la localisation géographique des vendeurs finaux auprès desquels l'Eurosystème a acheté les actifs, ainsi que du rééquilibrage des portefeuilles après la vente d'actifs. Un accord s'est fait sur un suivi attentif des flux de liquidité issus de l'APP et de leurs conséquences pour la poursuite des évolutions monétaires, ainsi qu'en ce qui concerne l'évaluation des tensions inflationnistes. Toutefois, ces tensions n'ont été jugées susceptibles d'apparaître que graduellement *via* ce canal.

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire a été jugé comme confirmant la nécessité d'appliquer résolument les décisions récentes du Conseil des gouverneurs. La mise en œuvre complète de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées devrait conforter une nouvelle amélioration des flux de crédits, soutenir la reprise dans la zone euro et ramener les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Orientation et décisions de politique monétaire

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'évaluation selon laquelle d'importants effets positifs de l'APP étendu, conjugués au train de mesures décidées entre juin et septembre 2014, étaient perceptibles, notamment un assouplissement des conditions sur les marchés financiers et un allègement du coût du financement externe pour le secteur privé. En outre, les

données les plus récentes et les derniers résultats d'enquêtes ont fait état d'un nouveau renforcement de l'activité économique dans la zone euro depuis fin 2014, de signes d'amélioration de la dynamique de l'inflation et d'un raffermissement de la monnaie et du crédit. Ces éléments confortent le scénario d'un élargissement et d'un renforcement progressifs de la reprise et d'un retour de l'inflation à des niveaux proches de 2 %. Il a toutefois été rappelé qu'un tel scénario était fondé sur la mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs depuis mi-2014.

De manière plus détaillée, des éléments encourageants ont été observés concernant l'efficacité des mesures de politique monétaire adoptées. En particulier, leur incidence sur les marchés financiers est clairement visible, comme l'a souligné M. Cœuré dans son introduction. Les conditions sur les marchés financiers se sont considérablement assouplies et le coût du financement externe pour le secteur privé s'est beaucoup allégé au cours des derniers mois, reflétant la transmission des mesures de politique monétaire *via* la chaîne d'intermédiation financière, notamment en direction des coûts d'emprunt pour les entreprises et les ménages. Dans le même temps, il a été souligné que l'effet sur l'économie réelle et l'inflation requiert plus de temps pour se produire et que le PSPP n'a débuté que depuis un peu plus d'un mois. L'amélioration généralisée des conditions financières observée à ce stade a confirmé que les mesures de politique monétaire donnaient les résultats attendus, soutenant le redressement en cours de l'économie conformément aux perspectives ressortant des projections établies par les services de la BCE en mars. Il a également été noté que les mesures des anticipations d'inflation fondées sur le marché se sont redressées par rapport aux niveaux bas observés mi-janvier 2015, même si de nouvelles améliorations devraient encore se matérialiser. En outre, il est apparu que les mesures décisives prises par la BCE avaient dissipé les inquiétudes du marché relatives à la déflation, comme le montre la forte baisse du prix de la couverture contre le risque de déflation.

Dans ce contexte, les membres sont généralement convenus qu'une attitude déterminée et la mise en œuvre résolue des mesures décidées en janvier 2015 permettraient de soutenir au mieux le redressement de l'économie et le retour de l'inflation à un niveau proche de 2 %. Il n'était donc pas nécessaire d'envisager de modifier l'orientation de la politique monétaire à ce stade ou de réexaminer les paramètres du PSPP décidés le 22 janvier 2015. Cela s'appliquait également à la prise en compte du fait que les taux directeurs ont atteint leur borne zéro effective, comme cela a été débattu et affirmé à plusieurs reprises. Il était important de mettre fermement en œuvre l'APP étendu de la BCE comme annoncé afin de bénéficier pleinement de ses effets sur la production de la zone euro et sur l'évolution de l'inflation. En effet, les perspectives économiques positives pour la zone euro, telles qu'intégrées dans les projections établies par les services de la BCE en mars, dépendaient de la mise en œuvre intégrale du programme et demeuraient entourées d'un certain nombre de risques à la baisse et d'incertitudes.

Il a été largement admis que l'APP étendu s'était déroulé sans heurt depuis le début des achats de titres du secteur public le 9 mars 2015, les volumes d'achat étant conformes au chiffre mensuel annoncé de 60 milliards d'euros. La liquidité a en général été importante sur les différents marchés et dans l'ensemble

des États, tandis que les préoccupations des marchés quant à la rareté sur certains compartiments sont apparues comme ayant été exagérées. Il a été souligné que la conception du programme offrait suffisamment de flexibilité pour l'adapter en cas d'évolution des circonstances et si nécessaire. Quoi qu'il en soit, les aspects de mise en œuvre du programme et de ses différentes parties feraient l'objet d'un suivi attentif, garantissant la poursuite du fonctionnement sans heurt de l'APP et sa mise en œuvre cohérente dans l'Eurosysteme.

Les membres ont également soulevé, pour une future réflexion, plusieurs points de nature plus structurelle et ayant des implications plus orientées sur les moyen et long termes.

Premièrement, étant donné l'incidence des achats réalisés dans le cadre de l'APP sur la taille et la composition du bilan de l'Eurosysteme, il a été suggéré de poursuivre l'étude des implications en termes de risques liées à l'évolution du bilan, y compris les mesures de réduction des risques envisageables, telles que la provision pour risques supplémentaire, déjà mise en œuvre par certaines banques centrales nationales.

Deuxièmement, il a été considéré que les implications potentielles en termes de stabilité financière liées à l'environnement de taux d'intérêt bas et aux récentes hausses des prix des actifs méritaient l'attention des instances concernées. Une analyse des modifications potentiellement plus fondamentales de la structure et du fonctionnement de l'intermédiation financière a également été considérée comme étant nécessaire.

Troisièmement, la réponse des autorités budgétaires aux programmes d'achat d'actifs devait faire l'objet d'un suivi au regard des implications pour le budget des États et la discipline budgétaire, ainsi que pour le profil des émissions obligataires et les structures des échéances de la dette.

Quatrièmement, le sentiment s'est imposé que les effets redistributifs des achats d'actifs méritaient un examen attentif, au vu de l'incidence des prix des actifs sur la distribution de la richesse et des revenus. Bien que n'exerçant pas d'influence directe sur la politique monétaire dans la zone euro, une telle analyse contribuerait à favoriser la compréhension et la communication relatives à la transmission des mesures non conventionnelles de politique monétaire et permettrait d'aborder les questions liées qui sont devenues le sujet de débats publics et académiques. En outre, des efforts supplémentaires pourraient être fournis afin d'expliquer au public que les mesures prises pour soutenir le fonctionnement du secteur bancaire et les marchés financiers en période de tension servent *in fine* à préserver l'économie réelle.

Les décisions et la communication de politique monétaire

Dans l'ensemble, les membres sont convenus de la nécessité de porter une attention particulière à la stabilité de la trajectoire de la politique monétaire, en mettant l'accent sur la mise en œuvre déterminée des récentes décisions du Conseil des gouverneurs. Le Conseil a par conséquent réaffirmé son intention de réaliser des achats jusqu'à fin septembre 2016 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'on observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, conformément à son

objectif. Il a également été souligné que, lors de son évaluation, le Conseil des gouverneurs devait poursuivre sa stratégie de politique monétaire et se concentrer sur la tendance de l'inflation, en faisant abstraction des évolutions inattendus des mesures de l'inflation, quelle qu'en soit la direction, s'ils sont jugés transitoires et n'exerçant aucun effet sur les perspectives à moyen terme relatives à la stabilité des prix.

Dans le même temps, un signal fort devrait être envoyé aux gouvernements de la zone euro, les appelant à poursuivre les réformes structurelles et à prendre des mesures afin d'améliorer l'environnement économique. Ce n'est qu'avec de telles dispositions complémentaires que les mesures de politique monétaire seraient à même de pleinement porter leurs fruits. La mise en œuvre rapide et efficace de réformes appropriées dans la zone euro conduirait non seulement à une accélération de la croissance soutenable à moyen et long terme, mais également à des anticipations de revenu durablement plus élevées et inciterait les ménages à accroître leur consommation et les entreprises à augmenter leur investissement, au moins à court terme. En outre, les politiques budgétaires devraient soutenir la reprise économique tout en restant conformes au Pacte de stabilité et de croissance.

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 demeureront inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

Concernant l'éligibilité des agences émettrices pour le PSPP, le Conseil des gouverneurs a établi une liste initiale des agences éligibles situées dans la zone euro, s'appliquant à compter du 16 avril 2015 pour les achats effectués dans le cadre de ce programme. Cette liste a été publiée le 15 avril sur le site Internet de la BCE. Le Conseil des gouverneurs a indiqué que cette liste initiale pourra être modifiée en fonction des considérations de politique monétaire et en prenant dûment en compte les questions liées à la gestion des risques.

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 à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150305.fr.html>

Communiqués de presse et publications sur Internet.

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.fr.html>

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/pspp/html/pspp.en.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 14 et 15 avril 2015

Membres

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

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

** Pas pour la partie de la réunion s'étant tenue 15 avril 2015.

Autres participants :

M. Van der Haegen Secrétaire, Directeur général Secrétariat

M. Schill Secrétaire pour la politique monétaire, Direction générale Questions économiques

M. Winkler Secrétaire adjoint pour la politique monétaire, Conseiller de haut niveau, Direction générale Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Bitāns

M^{me} Buch

M. Gauci

M. Gerlach

M. Kaasik

M. Kuodis

M^{me} Le Lorier

M. Malo de Molina Suppléant de M. Linde ***

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Panetta

M. Ramalho

M^{me} Razmusa Suppléant de M. Rimšēvičs *

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Tratnik

M. Välimäki

M. Wunsch

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

Autres membres du personnel de la BCE

M^{me} 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 2 juillet 2015.