



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

17 novembre 2016

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 19 et le jeudi 20 octobre 2016

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

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

Évolutions sur les marchés financiers

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

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 septembre 2016, les évolutions les plus significatives sont intervenues en dehors de la zone euro, mais elles ont eu des répercussions sur la zone. Après les réunions du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) et de la Banque du Japon, le 21 septembre, la pente de la courbe des rendements des emprunts publics s'est accentuée aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Japon, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans atteignant 1,79 % le 14 octobre 2016. Cette évolution résulte essentiellement de quatre facteurs, qui ont interagi :

Le premier facteur est l'annonce, le 21 septembre, d'un changement de cap de la politique monétaire de la Banque du Japon, avec l'introduction d'« un assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements », qui s'est accompagnée de considérations relatives au dépassement de la cible d'inflation.

Le deuxième facteur a trait aux récentes données économiques positives concernant les États-Unis ainsi qu'aux déclarations de certains membres du FOMC, qui ont entraîné une légère hausse de la probabilité, tirée des taux d'intérêt du marché monétaire, d'un relèvement des taux directeurs lors de la réunion du FOMC des 13 et 14 décembre. Ces anticipations ont apporté un soutien supplémentaire au dollar, qui s'est globalement apprécié par rapport aux autres grandes devises, de 8 % vis-à-vis de la livre sterling (sous l'effet essentiellement des évolutions au Royaume-Uni), de 2 % vis-à-vis de l'euro et de 1 % vis-à-vis du yen, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le dollar s'est également renforcé par rapport à la plupart des devises des marchés émergents. Au cours des trois mois précédents, la prime de financement (*funding premium*) pour les opérations en dollar a été relativement volatile et en hausse constante, dans le contexte de la réforme des fonds d'investissement monétaires américains qui est entrée en vigueur le 14 octobre 2016. Le recours à la facilité du Système fédéral de réserve sous la forme de prises en pension (*reverse repo facility*), qui permet des dépôts d'espèces en échange de garanties, a atteint son point le plus haut sur un an, soit 413 milliards de dollars.

Le troisième facteur à l'origine de la pentification de la courbe des rendements au niveau mondial a trait au renchérissement du pétrole. Le prix du baril de *Brent* a atteint son plus haut niveau en quinze mois, s'établissant temporairement au-dessus de 52 dollars lors de la décision inattendue de l'OPEP, le 28 septembre 2016, de réduire légèrement la production, de 700 000 barils par jour. Il s'agit de la première réduction concertée de la production de la part des pays de l'OPEP depuis 2008. L'augmentation de plus de

15 % des prix de référence du *Brent* depuis mi-septembre a contribué à une hausse des anticipations d'inflation au niveau mondial.

Le quatrième facteur a trait aux évolutions au Royaume-Uni, et notamment à la dépréciation continue de la livre sterling depuis le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, le 23 juin 2016. Durant la nuit du 7 octobre, la livre sterling s'est dépréciée à hauteur de 6 % par rapport à l'euro dans les échanges asiatiques, avant de clore la séance à un niveau inférieur de 1,5 % environ. Les intervenants de marché ont attribué cette soudaine vente massive à la situation d'illiquidité des marchés durant les heures d'ouverture des marchés asiatiques, qui a déclenché d'importants ordres de vente afin de limiter les pertes (*stop loss*). Surtout, la valeur de la livre sterling n'a pas retrouvé son niveau initial, contrairement aux profils d'évolution observés lors de précédents krachs éclairs (*flash crash events*). La dépréciation de la livre sterling a eu un effet notable sur les emprunts publics britanniques, avec une forte hausse des rendements obligataires et une pentification de la courbe des rendements de 20 à 35 points de base sur les maturités à cinq ans et au-delà.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro ont suivi la pentification observée au niveau mondial. En outre, des facteurs propres aux pays ont eu un impact sur les rendements d'emprunts publics moins bien notés.

S'agissant de la mise en œuvre du programme d'achats d'actifs (APP), le montant global des achats a de nouveau atteint 85 milliards d'euros en septembre, après une baisse saisonnière à 60 milliards en août. Dans l'ensemble, la mise en œuvre du programme d'achats d'actifs s'est déroulée dans de bonnes conditions, dans un contexte de liquidité de marché globalement satisfaisante, malgré les préoccupations accrues du marché relatives à une raréfaction sur certains compartiments.

Les prêts de titres achetés dans le cadre du programme APP ont progressivement augmenté, notamment en ce qui concerne les obligations publiques détenues dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public. De plus, en septembre, les émissions de titres du secteur privé se sont inscrites en hausse, ce qui a eu un impact positif sur la mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) ainsi que du programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP). Depuis l'annonce du programme en mars 2016, les émissions mensuelles réalisées dans le cadre du CSPP ont dépassé celles constatées le même mois de l'année précédente, et l'échéance moyenne pondérée des obligations émises par le secteur des entreprises a augmenté de 1,5 an environ. Plus précisément, des obligations de bonne qualité libellées en euros ont été émises par des sociétés non financières pour un montant de plus de 20 milliards d'euros en septembre, et cette activité d'émission relativement soutenue s'est poursuivie en octobre. En dépit de la forte activité sur le marché primaire, les écarts de rendement des obligations de bonne qualité libellées en euros, émises par les sociétés non financières, sont demeurés globalement stables. Les émissions primaires sur le marché des titres adossés à des actifs (ABS) se sont également redressées, mais pas dans la même mesure que celles réalisées dans le cadre du CSPP. Par ailleurs, l'évolution des émissions d'ABS a concerné l'ensemble des pays et des types d'ABS.

Enfin, s'agissant des anticipations relatives à la politique monétaire, les intervenants de marché ne s'attendaient pas à une réduction des taux directeurs lors de la présente réunion.

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.

L'activité mondiale et la croissance des échanges commerciaux sont demeurées atones. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a légèrement augmenté, ressortant à 51,7 en septembre contre 51,5 au troisième trimestre 2016. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a également augmenté pour s'établir à 50,5 au troisième trimestre 2016. Dans le même temps, les importations mondiales de biens ont diminué de 0,4 % en volume au cours de la période allant de mai à juillet par rapport à celle allant d'avril à juin. Au Royaume-Uni, les données économiques pour le troisième trimestre ont surpris favorablement, tandis que l'incertitude concernant les conséquences économiques à plus long terme du référendum organisé par le pays persiste.

S'agissant de l'évolution des prix à la consommation au niveau mondial, l'inflation annuelle dans les pays de l'OCDE a légèrement augmenté en août 2016 pour ressortir à 0,9 % après 0,8 % en juillet, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie est demeurée inchangée par rapport à juillet, s'inscrivant à 1,8 % en août. Le 18 octobre, le prix du baril de *Brent* s'est établi à 50,4 dollars, soit une hausse de 6,1% par rapport au niveau observé au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 septembre. Au cours de la même période, les prix des matières premières hors pétrole et le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone sont demeurés pratiquement inchangés.

S'agissant de l'activité de la zone euro, le PIB en volume a augmenté, en glissement trimestriel, de 0,3 % au deuxième trimestre. Dans le même temps, la consommation a continué de progresser, de 0,4 % en rythme trimestriel, en raison d'une croissance de l'emploi plus forte que prévu au deuxième trimestre, tandis que la hausse des salaires est demeurée modérée, reflétant des facteurs temporaires tels que la modération salariale et l'atonie persistante de l'économie dans un environnement de faible inflation. Le taux de chômage est revenu à 10,1 % au deuxième trimestre et s'est stabilisé à ce niveau en juillet et en août.

Les données des comptes sectoriels pour le deuxième trimestre 2016 (sur la base de la publication anticipée du 11 octobre, la publication complète ayant lieu le 28 octobre) ont indiqué que le taux d'épargne des ménages de la zone euro était resté globalement stable depuis le passage de l'Eonia en territoire négatif au troisième trimestre 2014. Selon les données disponibles tirées d'enquêtes, la faiblesse des taux d'intérêt soutient la consommation agrégée dans la mesure où les emprunteurs ont généralement une propension plus élevée à consommer que les épargnants.

La croissance en volume de l'investissement résidentiel total a été de 0,3 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre, contre 0,5 % au premier trimestre, ce qui confirme globalement la reprise en cours du

marché de l'immobilier résidentiel sur les six premiers mois de l'année. Dans le même temps, l'investissement réel hors construction a retrouvé son niveau record d'avant la crise, tandis que l'investissement en machines et équipements est resté inférieur à ses niveaux d'avant la crise. L'excédent net d'exploitation des sociétés non financières (SNF) de la zone euro a enregistré un rebond en rythme annuel au deuxième trimestre. Cependant, les récentes augmentations de la rentabilité ne se sont que partiellement traduites par une hausse de l'investissement, ce qui a entraîné un nouvel accroissement des bénéfices non distribués et de la capacité nette de financement des SNF.

Les projections de croissance économique de septembre 2016 établies par les services de la BCE sont demeurées globalement conformes aux dernières prévisions du secteur privé et d'autres institutions internationales sur l'horizon de projection de 2016 à 2018, tout en étant légèrement plus optimistes que la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), dont la publication était prévue le 21 octobre 2016.

En ce qui concerne les évolutions des prix dans la zone euro, la hausse de l'IPCH est ressortie à 0,4 % en septembre, contre 0,2 % en août, tandis que l'inflation sous-jacente n'a pas encore donné d'indication nette d'une tendance à la hausse. Depuis mi-2015, la hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a oscillé autour de 1 %. La hausse annuelle des prix à l'importation et des prix à la production pour les biens de consommation hors produits alimentaires est restée globalement inchangée en août, à -1,4 % et 0,1 % respectivement. Dans le même temps, les anticipations relatives aux prix de vente des prestataires de services à un horizon de trois mois ont continué d'augmenter corrélativement à une hausse de l'utilisation des capacités dans ce secteur, tandis que les données tirées des enquêtes auprès des directeurs d'achat ont montré les premiers signes d'une émergence de tensions à la hausse le long de la chaîne des prix pour les prix des services. La croissance des salaires est demeurée atone. La hausse annuelle de la rémunération par tête a légèrement fléchi pour s'établir à 1,1 % au deuxième trimestre 2016, après 1,2 % au premier trimestre.

Les projections d'inflation de septembre 2016 établies par les services de la BCE sont restées globalement conformes aux dernières prévisions du secteur privé et d'autres organisations internationales pour 2016 et 2017. Selon l'EPP pour le quatrième trimestre 2016, les anticipations d'inflation moyennes s'établissent à 0,2 %, 1,2 % et 1,4 %, respectivement, pour 2016, 2017 et 2018, soit des niveaux légèrement plus faibles que dans l'enquête relative au troisième trimestre, tandis que les anticipations à cinq ans sont restées inchangées, à 1,8 %. Dans le même temps, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ont légèrement remonté depuis la baisse intervenue au moment du référendum organisé par le Royaume-Uni, le taux d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans ressortant à 1,42 % le 18 octobre.

S'agissant des conditions monétaires et financières, les taux anticipés de l'Eonia se sont déplacés vers le haut depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 septembre, en particulier au-delà de l'horizon à 1 an, tandis que les indices des conditions financières sont restés globalement stables. Le coût nominal total du financement externe pour les SNF de la zone euro est resté faible, tandis que les indices boursiers des banques sont demeurés bas, malgré la légère reprise observée récemment, sous l'effet d'un certain nombre de facteurs tels que les créances douteuses, le résultat du référendum au Royaume-Uni et la faiblesse des

modèles d'activité dans l'environnement actuel. Les taux d'intérêt sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont encore diminué en août, ce qui représente une réduction globale de 100 points de base environ depuis l'annonce, début juin 2014, du programme d'assouplissement du crédit de la BCE.

En ce qui concerne la monnaie et le crédit, la croissance annuelle de M3 est ressortie à 5,1 % en août, après 4,9 % en juillet, s'étant ainsi stabilisée à un niveau de 5 % environ depuis avril 2015. L'expansion de M3 s'explique essentiellement par ses composantes les plus liquides, M1 augmentant à un rythme annuel de 8,9 %, après 8,4 % en juillet. En ce qui concerne la dynamique des prêts, le taux de croissance annuel des prêts accordés par les institutions financières monétaires (IFM) aux SNF comme celui des prêts accordés par les IFM aux ménages sont restés inchangés en août, à 1,9 % et 1,8 % respectivement. D'après l'enquête d'octobre 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises sont restés stables au troisième trimestre 2016 après neuf trimestres consécutifs d'assouplissement, tandis que ceux concernant les prêts aux ménages se sont encore assouplis. La pression concurrentielle a continué d'exercer un effet d'assouplissement sur les critères d'octroi de crédit.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être globalement neutre en 2017.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a noté que les informations devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 septembre confirmaient la poursuite d'une reprise économique modérée mais régulière conformément aux précédentes anticipations. La reprise a continué à faire preuve de résistance face aux incertitudes économiques et politiques mondiales, tout en restant soumise à des risques à la baisse. L'inflation totale devrait continuer à augmenter au cours des prochains mois, essentiellement en raison d'effets de base et de la hausse des prix de l'énergie. Cependant, l'inflation sous-jacente n'a pas encore montré d'indication nette d'une tendance haussière convaincante.

La transmission des mesures de la BCE aux conditions d'emprunt est restée robuste. Dans le même temps, les banques ont continué d'être confrontées à de nombreux défis qui pourraient affecter leurs décisions en matière de tarification et de prêt.

Pour l'avenir, en décembre 2016, le Conseil des gouverneurs devrait être mieux en mesure d'appréhender plus complètement les perspectives d'inflation et donc d'évaluer la probabilité que l'inflation non seulement converge vers des niveaux plus proches de 2 % mais également se stabilise autour de ces niveaux avec suffisamment de confiance. Cette évaluation devrait tenir compte de la mesure dans laquelle les perspectives d'inflation dépendent des conditions de financement très favorables, reflétant largement l'orientation actuelle de la politique monétaire, et de l'état de la transmission à l'ensemble de l'économie.

En décembre, le Conseil des gouverneurs pourrait également s'appuyer sur les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, qui couvriront la période jusque 2019, ainsi que sur les travaux des comités de l'Eurosystème portant sur les options permettant d'assurer une mise en

œuvre harmonieuse et efficace du programme d'achats d'actifs (APP) jusqu'à fin mars 2017, ou au-delà si nécessaire. Les modifications des paramètres techniques de l'APP ne devraient pas être dissociées d'une évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme et des implications que cela pourrait entraîner pour l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Dans ce contexte, il était important que la communication destinée au public réaffirme les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE et de ses achats mensuels. Il était également important de réaffirmer l'engagement à conserver l'orientation très accommodante de la politique monétaire, nécessaire pour renforcer le rythme de convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, ainsi que la détermination du Conseil des gouverneurs à agir, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat.

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 largement partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données et résultats d'enquêtes récents ont confirmé une poursuite, à un rythme modéré mais régulier, de la reprise de l'économie de la zone euro, qui a jusqu'à présent fait preuve de résistance face aux chocs négatifs externes et à un ensemble d'incertitudes. À plus long terme, la croissance de la demande intérieure devrait continuer de suivre la trajectoire attendue précédemment, soutenue par la croissance de la consommation privée et l'amélioration de l'investissement. Les perspectives de croissance à court et moyen terme ont été jugées freinées par l'incertitude entourant les évolutions politiques et économiques, tant à l'échelle mondiale que dans la zone euro, qui pourrait peser notamment sur les perspectives de l'investissement privé. La balance des risques pesant sur les perspectives de la zone euro a été considérée comme encore orientée à la baisse.

S'agissant de l'environnement mondial, la demande extérieure est restée atone, l'activité et les échanges internationaux ayant continué de progresser à un rythme modéré. Tandis que la croissance économique mondiale devrait se redresser progressivement, les risques ont été jugés toujours orientés à la baisse, en partie en raison des évolutions géopolitiques.

En ce qui concerne la zone euro, les dernières données et les indicateurs récents tirés d'enquêtes ont confirmé la poursuite d'une reprise modérée, conformément à l'analyse de la précédente réunion de politique monétaire et aux projections de septembre 2016 établies par les services de la BCE. Les indicateurs tirés d'enquêtes concernant la consommation et la production, ainsi que les données relatives à la croissance de l'emploi, continuent d'indiquer que le rythme de croissance de la demande intérieure est resté pratiquement inchangé. Cela dénote une certaine résistance de l'économie de la zone euro face aux chocs récents,

notamment l'incertitude qui a suivi le vote du Royaume-Uni en faveur de sa sortie de l'Union européenne. Cela dit, le rythme de la reprise est resté modéré et il a été remarqué que les indicateurs disponibles ne faisaient pas état d'une accélération de la dynamique de la croissance.

À l'examen des composantes de la demande intérieure, les membres du Conseil ont souligné que la consommation privée était soutenue par la hausse du revenu disponible réel, favorisée par l'augmentation des revenus du travail et par un niveau toujours relativement bas des prix de l'énergie. Comme l'a remarqué M. Praet dans son introduction, l'augmentation des revenus du travail lors des derniers trimestres a reflété à la fois une croissance de l'emploi plus forte qu'attendu et une croissance salariale plus faible que prévu. Pour l'avenir, il était important d'évaluer si cette conjonction de croissance dynamique de l'emploi et de hausse modérée des salaires devait se poursuivre. Des inquiétudes ont été exprimées à propos d'une atténuation de l'effet d'entraînement de la croissance de l'emploi, notamment si l'évolution de l'investissement devait être moins dynamique qu'attendu dans un climat d'incertitude. Cela pourrait modérer l'augmentation des revenus du travail et freiner la consommation privée.

L'investissement privé devrait continuer de se redresser, soutenu par l'amélioration de la rentabilité des entreprises et par des conditions de financement favorables. Cependant, il a aussi été noté que l'investissement était freiné par l'incertitude persistante, tant à l'échelle mondiale que dans la zone euro. Des données ponctuelles font état d'une attitude très prudente des grandes entreprises qui ont cité, parmi d'autres incertitudes, des craintes d'un regain de protectionnisme, tandis que les entreprises plus petites, en particulier, préfèrent attendre des signes clairs d'amélioration.

L'importance de l'épargne des entreprises, reflétant le niveau élevé des bénéfices non distribués et contribuant à l'importante capacité nette de financement des SNF, a été l'un des principaux facteurs à l'origine du creusement du déséquilibre épargne-investissement dans l'ensemble de la zone euro, comme le reflète la hausse de l'excédent des transactions courantes. Toutefois, il a été observé que ce déséquilibre résultait tout autant d'un déficit d'investissement que d'un niveau élevé de l'épargne de précaution. Dans le même temps, la faiblesse de l'investissement pourrait également s'expliquer partiellement par le diagnostic des entreprises selon lequel la hausse de leurs bénéfices non distribués reflète, en partie, une amélioration exceptionnelle et temporaire des termes de l'échange découlant des évolutions du taux de change et des prix du pétrole.

S'agissant des risques pesant sur la reprise, il a été souligné que, outre les incertitudes politiques, d'autres risques à la baisse découlaient de faiblesses persistantes des bilans dans le secteur financier de la zone euro. Des efforts déterminés pour remédier aux fragilités financières ont, par conséquent, été jugés importants. Il a aussi été fait référence aux évolutions des prix des logements, qui ne sont pas un sujet d'inquiétude pour l'ensemble de la zone euro, mais pourraient devenir une source de risques pour la stabilité financière dans certains pays ou certaines régions à l'avenir.

Les membres du Conseil ont également rappelé que les perspectives de poursuite de la reprise conjoncturelle reposaient sur des conditions financières exceptionnellement favorables, qui bénéficiaient largement des mesures de politique monétaire de la BCE. Ils ont aussi de nouveau insisté sur le fait que l'orientation accommodante de la politique monétaire n'était, à elle seule, pas suffisante pour que la reprise soit

auto-entretenu et que les autres pans de la politique économique devaient apporter des contributions plus décisives. Les réformes structurelles ont été jugées essentielles pour renforcer la concurrence, poser les bases d'une croissance durable et créer un climat plus propice à l'investissement en améliorant le rendement du capital à moyen et long termes. Il a également été souligné que de nouveaux progrès devaient être réalisés dans le nécessaire rééquilibrage interne de la zone euro.

En ce qui concerne la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait être globalement neutre en 2017. Cela a été confirmé par les projets de plans budgétaires qui ont été récemment soumis à la Commission européenne.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est accentuée, passant de 0,2 % en août 2016 à 0,4 % en septembre 2016, essentiellement en raison d'une nouvelle hausse des prix de l'énergie. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie est resté inchangé à 0,8 %. 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.

Un examen plus détaillé des perspectives d'évolution des prix à court terme montre que l'inflation totale devrait remonter au cours des prochains mois pour se situer au-delà de 1 % début 2017, convergeant globalement avec les mesures de l'inflation sous-jacente. Si ces évolutions sont, pour partie, un signe de l'efficacité des mesures de politique monétaire de la BCE, les évolutions à très court terme de l'inflation totale s'expliquent principalement par des effets de base, la pression à la baisse exercée par le recul antérieur des prix de l'énergie devant s'atténuer au cours des prochains mois. Il a également été souligné que cette remontée attendue de l'inflation totale dépendait des perspectives d'évolution à court terme des prix de l'énergie, qui sont très incertaines. Dans ce contexte, il a été rappelé que les projections antérieures relatives à l'inflation à court terme avaient fait l'objet d'erreurs importantes.

Les membres du Conseil ont noté que les mesures de l'inflation sous-jacente se sont globalement maintenues à des niveaux faibles. Pour l'avenir, il n'est pas certain que les prix bas de l'énergie qui étaient encore enregistrés il y a quelques mois puissent produire des effets de second tour et se répercuter sur l'inflation sous-jacente. Si des effets décalés ne peuvent être exclus, le risque d'effets de second tour résultant du bas niveau des prix de l'énergie dans le passé a commencé à diminuer en raison du redressement des prix de l'énergie observé plus récemment. L'ampleur de la répercussion repose également de façon déterminante sur le processus de fixation des prix par les entreprises. Les données ont fait ressortir que les entreprises n'avaient pas intégralement répercuté les améliorations des termes de l'échange sur les prix unitaires, et il est important de vérifier si les entreprises vont adopter un comportement symétrique en matière de fixation des prix en réaction aux hausses les plus récentes des prix du pétrole.

Lors de la discussion relative aux évolutions des salaires dans la zone euro, plusieurs références ont été faites à la dynamique relativement modérée des salaires, la rémunération par tête augmentant à un rythme historiquement faible pour revenir à 1,1 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2016. Globalement, la

dynamique des salaires s'est avérée décevante. La faible croissance des salaires s'explique par un certain nombre de facteurs spécifiques à chaque pays, comme des négociations salariales privilégiant l'emploi dans certains pays et la nécessité de rattraper un retard de compétitivité dans d'autres, ainsi que par la faible croissance de la productivité, qui a affecté la zone euro dans son ensemble. Il a également été rappelé dans ce contexte que l'évolution décevante de la croissance des salaires peut être mise en regard des bonnes surprises en matière de créations d'emplois, qui doivent être considérée comme un aspect positif de la reprise dans la zone euro.

Les membres du Conseil ont rappelé l'importance d'une bonne compréhension de la relation entre salaires et inflation, en lien avec le comportement de marge des entreprises, comme l'ont récemment mis en évidence les discussions au sujet de l'économie américaine, pour laquelle une absence ou un décalage de transmission similaires ont été observés pendant un certain temps. La relation entre écart de production et inflation est perçue comme affectée par une forte incertitude et nécessitant un suivi et un examen attentifs. Il a été indiqué que la relation décrite par la courbe de Phillips mérite un examen plus attentif au niveau des différents pays, en utilisant non seulement les chiffres de l'IPCH mais également d'autres indicateurs de prix, la relation entre inflation et capacités de production inutilisées étant instable et assez variable même pour des pays voisins relativement comparables.

S'agissant de l'évaluation des risques, la prédominance de risques à la baisse pesant sur les perspectives d'évolution de l'activité économique a été jugée porteuse de risques à la baisse pour les perspectives d'inflation. Des risques d'accélération de l'inflation ont également été mentionnés, associés aux prix de l'énergie et à l'évolution des taux de change, qui dépendent notamment des décisions de politique monétaire dans d'autres juridictions.

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

Les membres du Conseil ont souligné que la transmission des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 continuait d'être efficace en garantissant des conditions d'emprunt très favorables aux entreprises et aux ménages. Dans ce contexte, il a été fait mention des TLTRO, qui ont entraîné un allègement important du coût de financement que les banques ont été en mesure de répercuter à leurs clients, même si le tirage a varié d'un pays à l'autre de la zone euro. Les taux des prêts bancaires ont poursuivi leur baisse généralisée, atteignant de nouveaux points bas historiques, ce qui soutient la reprise des crédits au secteur privé. Cette évolution a également été confirmée par les résultats de la récente enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le troisième trimestre, les banques signalant globalement de nouvelles améliorations des conditions d'offre et de demande pour les prêts au secteur privé non financier et, notamment, une progression de la demande nette pour toutes les catégories de prêts. Les conditions de crédit sont également demeurées très favorables, principalement en raison de l'accroissement de la pression

concurrentielle dans le secteur bancaire. Les critères d'octroi se sont encore assouplis pour les prêts aux ménages et, après neuf mois d'assouplissement continu, ont été inchangés pour les SNF, bien qu'un léger durcissement soit attendu au trimestre suivant. En outre, les banques continuent de signaler que l'APP et le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE ont contribué à rendre plus favorables les conditions appliquées aux nouveaux prêts, qui ont enregistré dans l'ensemble un nouvel assouplissement net.

Cela étant, une surveillance permanente de l'état de la transmission de la politique monétaire à l'économie au sens large, du canal du crédit bancaire et des perspectives d'évolution des prêts reste nécessaire. De plus, l'évolution future des critères d'octroi et des modalités et conditions attachées aux crédits doit être suivie attentivement. Les difficultés structurelles persistantes liées aux bilans des banques, notamment celles résultant des encours toujours importants de créances douteuses dans certaines parties du secteur bancaire de la zone euro, associées à des défis réglementaires, et la faiblesse de la rentabilité sont perçues comme présentant un risque pour la transmission de la politique monétaire et la poursuite du redressement de la dynamique du crédit. Dans ce contexte, les éventuels effets secondaires de l'environnement de taux d'intérêt bas et de tous les types de mesures non conventionnelles mises en place sur la capacité d'intermédiation à plus long terme des banques et des autres institutions financières doivent être étudiés de manière plus approfondie.

S'agissant des perspectives de croissance du crédit, une certaine prudence est de mise au regard de la récente stabilisation de la croissance des crédits consentis aux SNF. Il a été remarqué que si le coût global du financement externe pour les SNF a poursuivi sa baisse régulière, en particulier s'agissant du coût du financement par endettement, le financement par émission d'actions est resté onéreux en raison de primes de risque élevées.

Dans le même temps, l'argument a été avancé que l'importance des derniers chiffres mensuels ne devait pas être surestimée, la stabilisation n'ayant été mise en évidence que par une observation mensuelle, et que les données qui seront disponibles au cours des prochains mois devraient permettre de se faire une meilleure idée de la future trajectoire du crédit de la zone euro. Jusqu'à présent, le redressement de la croissance des prêts consentis aux SNF est globalement conforme aux perspectives actuelles de croissance modérée de l'économie de la zone euro et aux décalages habituellement observés dans le cycle du crédit aux entreprises. En outre, un certain ralentissement est peut-être à attendre dans les économies se rapprochant du plein emploi, où la demande de prêts devrait être freinée par l'accès à un autofinancement abondant et par des conditions de financement de marché très favorables.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les données devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire qui s'est tenue début septembre ont confirmé une poursuite, à un rythme modéré mais régulier, de la reprise de l'économie dans la zone euro et une accélération graduelle de

l'inflation, conformément aux précédentes anticipations du Conseil des gouverneurs. Face aux effets négatifs liés aux incertitudes économiques et politiques au niveau mondial, l'économie de la zone euro a continué de résister, soutenue par les mesures de politique monétaire de grande ampleur. Dans le même temps, le scénario de référence reste soumis à des risques à la baisse.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'il était prématuré d'évaluer de manière ferme les perspectives de stabilité des prix et d'en examiner les implications en termes d'orientation de la politique monétaire lors de la présente réunion. Si la reprise économique dans la zone euro est en bonne voie, l'inflation sous-jacente n'affiche toutefois pas encore de tendance haussière convaincante et le scénario pour la croissance et l'inflation est toujours fondé sur les conditions de financement actuellement très favorables, reflétant, dans une large mesure, la politique monétaire accommodante. Dans ce contexte, il a été rappelé qu'il convient de rester patient, les effets des mesures de politique monétaire ne s'étant pas encore fait pleinement sentir en raison des délais de transmission avec lesquels la politique monétaire se répercute sur l'objectif ultime, lesquels, compte tenu des ajustements dans les secteurs public et privé, devraient être plus longs qu'habituellement.

Les membres du Conseil sont largement convenus que, en décembre, le Conseil des gouverneurs serait mieux à même de se forger une opinion plus solide sur les perspectives d'inflation et les progrès accomplis en termes d'ajustement durable de la trajectoire de l'inflation et ce, en vue d'examiner les implications appropriées pour l'orientation de la politique monétaire. En décembre, le Conseil des gouverneurs pourra s'appuyer sur les données les plus récentes, les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, qui couvriront la période jusqu'en 2019, ainsi que sur les résultats des travaux des comités de l'Eurosystème portant sur les options permettant d'assurer une mise en œuvre harmonieuse de l'APP jusqu'en mars 2017, ou au-delà si nécessaire.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une analyse des modifications des paramètres techniques de l'APP ne doit pas être dissociée d'une évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme et des implications que cela pourrait entraîner pour l'orientation appropriée de la politique monétaire. Il a été estimé que les questions de savoir comment garantir la mise en œuvre harmonieuse de l'APP jusqu'en mars 2017 ou au-delà si nécessaire, et comment préserver le degré très élevé de soutien monétaire indispensable pour garantir le retour des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, sont étroitement liées. Les membres du Conseil ont pris note des travaux techniques actuellement réalisés par les comités visant à assurer une mise en œuvre harmonieuse du programme jusqu'en mars 2017, ou au-delà si nécessaire.

Au total, les membres du Conseil ont considéré qu'il était impératif de rester pleinement engagé à conserver, dans la période à venir, l'orientation très accommodante de la politique monétaire, indispensable pour assurer une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les conditions de financement doivent rester favorables afin de conforter le redressement de la croissance et de l'inflation, notamment face aux faibles tensions sous-jacentes sur les prix et aux incertitudes actuelles. Le Conseil des gouverneurs doit rester pleinement déterminé à exécuter ses achats d'actifs conformément à ses

précédentes décisions et à adopter des mesures supplémentaires, si nécessaire, pour ramener l'inflation sur une trajectoire soutenable vers des niveaux compatibles avec son objectif.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Praet dans son introduction. Une communication équilibrée est nécessaire, afin de rassurer quant à l'engagement du Conseil des gouverneurs à préserver le degré très élevé de soutien monétaire nécessaire pour assurer sans tarder un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, tout en étant attentif à ne pas susciter des attentes injustifiées sur les marchés financiers quant aux futures mesures de politique monétaire. En conséquence, le Conseil des gouverneurs doit, conformément à sa précédente communication, réitérer ses indications sur les achats d'actifs et les taux directeurs, selon lesquelles les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 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. De plus, les anticipations continuent d'indiquer que les taux directeurs devraient rester 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. À cet effet, il est important de souligner la capacité et la disponibilité du Conseil des gouverneurs à agir, si nécessaire, pour atteindre son objectif en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat.

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 %.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation en conformité avec son objectif.

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

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is161020.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161020.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 19-20 octobre 2016

Membres

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

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

Autres participants

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat

M. Schill, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques

M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, direction générale Questions économiques

Personnes accompagnantes

Mme Buch

M. Dolenc

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Ramalho

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Ulbrich

M. Välimäki

M. Wunsch

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 12 janvier 2017.