



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

19 novembre 2015

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

qui s'est tenue à Malte
le jeudi 22 octobre 2015

.....

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 évolutions récentes sur les marchés financiers.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 2 et 3 septembre 2015, le principal événement pour les intervenants de marché a été le report de la première hausse des taux attendue aux États-Unis, à l'issue de la dernière réunion du Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) les 16 et 17 septembre. Cette décision s'est répercutée de différentes manières à travers les marchés obligataires internationaux et les marchés des changes ainsi qu'à la zone euro, où, au cours de la même période, les anticipations par les marchés de nouvelles mesures de relance monétaires sont ressorties en hausse.

S'agissant des évolutions sur les marchés internationaux, les anticipations d'un relèvement de la fourchette du taux cible des fonds fédéraux par le Comité fédéral de l'*open market* en 2015 se sont atténuées en raison d'une incertitude croissante, liée en partie aux évolutions macroéconomiques et en partie à la référence faite aux évolutions économiques et financières à l'échelle mondiale dans la déclaration du Comité. D'après la courbe des taux impliquée par les contrats à terme sur les fonds fédéraux, le marché attribuait mi-octobre une probabilité de seulement 30 % environ à un relèvement des taux d'ici décembre 2015, tandis que la première hausse des taux n'était totalement intégrée dans les cours qu'aux environs de mi-2016. En outre, les rendements des bons du Trésor à dix ans aux États-Unis ont temporairement atteint leurs plus bas niveaux depuis avril 2015, légèrement en dessous de 2 %, tandis que le dollar s'est déprécié tant vis-à-vis de toutes les grandes devises que des devises des marchés émergents.

L'évolution des anticipations des marchés concernant la politique monétaire américaine a modifié de façon positive la perception du risque à l'échelle mondiale. Les indices boursiers ont rebondi après leurs points bas de septembre, les devises des marchés émergents se sont stabilisées et les volatilités implicites ont commencé à diminuer sur les différents compartiments de marché. Les prix du pétrole brut *Brent* ont temporairement rebondi pour atteindre plus de 50 dollars le baril. De plus, au-delà de l'effet direct sur les rendements des obligations d'État de la zone euro, les évolutions aux États-Unis ont eu une incidence indirecte sur la zone euro *via* le canal des anticipations. Dans ce contexte, les intervenants de marché se sont mis à envisager trois possibilités pour un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire de la BCE : premièrement, une augmentation du volume des achats mensuels d'obligations d'État de la zone euro ; deuxièmement, une extension des programmes d'achats d'actifs (APP) au-delà de septembre 2016 ; et, troisièmement, un nouvel abaissement du taux de la facilité de dépôt.

Les rendements des obligations d'État de la zone euro sont orientés à la baisse depuis début juin, la hausse des anticipations relatives à un nouvel assouplissement monétaire dans la zone euro et la poursuite des achats dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) contribuant encore à cette tendance, de même que l'incidence des évolutions des rendements obligataires à l'échelle mondiale. La mise

en œuvre du PSPP s'est déroulée sans heurts, malgré des conditions de liquidité de marché légèrement moins favorables durant l'été. Il n'a été observé aucune demande importante d'emprunt de titres dans le cadre du dispositif de prêts de valeurs mobilières, les conditions étant toujours normales sur le marché des pensions.

En ce qui concerne les pays bénéficiant de programmes d'assistance financière, la Grèce et Chypre ont enregistré un fort ajustement à la baisse des rendements de leurs obligations souveraines, dû en Grèce au sentiment d'une plus grande stabilité politique et au démarrage des discussions sur la mise en place d'un Protocole d'accord, et à Chypre à la conclusion positive des deux dernières missions d'examen et à l'intégration des obligations souveraines nationales dans le PSPP.

Après sept mois d'exécution en parallèle des trois programmes d'achats, les données relatives au marché primaire des obligations sécurisées et des obligations du secteur privé faisaient état d'une amélioration des conditions de financement pour les banques et les entreprises, qui se reflétait dans leur capacité à mobiliser des financements pour des volumes plus importants et sur des échéances plus longues.

L'activité sur le marché monétaire interbancaire de la zone euro est restée modérée en raison de l'importance de l'excédent de liquidité, qui a atteint approximativement 500 milliards d'euros le 20 octobre et devrait progresser encore à un rythme régulier sous l'effet de l'APP. Les taux au comptant sont demeurés relativement stables, les taux au jour le jour s'échangeant à un niveau proche de - 20 points de base et l'Eonia oscillant autour de - 14 points de base. En revanche, les taux anticipés de l'Eonia, de même que les marchés des produits dérivés, se sont déplacés vers le bas en raison des modifications des anticipations relatives à la politique monétaire dans la zone euro. Les contrats à terme sur l'Eonia à partir de juin 2016 s'échangent actuellement à des niveaux proches du taux de la facilité de dépôt de - 0,20 %, voire certains jours même en dessous. S'agissant des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), la cinquième opération, effectuée le 24 septembre 2015, s'est traduite par une adjudication de 16 milliards d'euros, portant le recours total aux TLTRO à 400 milliards, ce qui représente actuellement 75 % de l'encours des opérations de crédit de l'Eurosystème. Les analystes de marché ont attribué ce faible tirage à l'amélioration des conditions de financement, notamment dans les pays où les transactions sur les marchés de financement à court terme ont repris avec des volumes importants, ainsi qu'à la position de liquidité confortable des banques.

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.

Les données disponibles font état d'une croissance toujours modérée et non homogène du PIB en volume à l'échelle mondiale au troisième trimestre 2015. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a légèrement fléchi, de 53,9 en août à 52,8 en septembre, soit un niveau inférieur à sa moyenne de long terme mais toutefois supérieur à 50, signalant donc une expansion de l'activité. Le

commerce mondial se maintient à des niveaux bas. Même si les données les plus récentes pour juillet font apparaître une certaine stabilisation au troisième trimestre 2015, les indicateurs tirés d'enquêtes, y compris le nouvel indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation, qui a poursuivi son recul en septembre, laissent présager une faiblesse persistante au cours des mois à venir.

L'inflation mondiale est restée modérée. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE est demeurée inchangée en août, s'agissant aussi bien de l'inflation totale (0,6 %) que de l'inflation hors produits alimentaires et énergie (1,7 %). Par rapport à début septembre, les prix des matières premières et le taux de change effectif nominal de l'euro vis-à-vis de 38 partenaires commerciaux sont restés globalement stables.

Dans la zone euro, la demande intérieure a bien résisté jusqu'à présent au regard d'un environnement extérieur légèrement moins favorable. Au deuxième trimestre 2015, le PIB en volume a progressé de 0,4 % en rythme trimestriel, après une hausse de 0,5 % au trimestre précédent. Les taux de croissance de ces deux trimestres ont été revus à la hausse de 0,1 point de pourcentage lors de la deuxième publication des comptes nationaux de la zone euro par Eurostat le 8 septembre.

Les données d'enquêtes disponibles vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion économique au troisième trimestre 2015. Les données mensuelles relatives aux échanges commerciaux jusqu'en juillet montrent que les exportations de la zone euro ont continué de progresser dans l'ensemble, tandis que les exportations à destination des économies de marché émergentes ont encore diminué. En juillet et en août, la production industrielle (hors construction) s'est établie en moyenne 0,3 % au-dessus du niveau enregistré au deuxième trimestre. En outre, au troisième trimestre, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice des directeurs d'achat sont ressortis au-dessus de leurs moyennes de long terme respectives. En septembre, l'indice des directeurs d'achat a fléchi, tandis que l'indicateur du climat économique s'est amélioré.

Les données récentes relatives au commerce de détail et aux nouvelles immatriculations de voitures particulières sont cohérentes avec une poursuite de la hausse de la consommation privée au troisième trimestre. En outre, les perspectives à court terme pour la croissance du revenu réel disponible restent favorables, grâce à l'incidence de l'évolution des prix de l'énergie. Les marchés du travail devraient également continuer de s'améliorer progressivement. L'emploi a encore progressé, de 0,3 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2015. Le taux de chômage, qui est orienté à la baisse depuis plus de deux ans, s'est établi à 11 % en août, son plus bas niveau depuis début 2012.

L'investissement hors construction a poursuivi son redressement après le point bas enregistré début 2013. Après plusieurs années de rentabilité faible, les données sectorielles disponibles jusqu'au deuxième trimestre 2015 font état d'un redressement des bénéfices des sociétés non financières. Les ratios de l'excédent net d'exploitation et des bénéfices non distribués rapportés à la valeur ajoutée ont augmenté au deuxième trimestre 2015. L'enquête du troisième trimestre sur la distribution du crédit bancaire, qui a été menée en octobre, montre également que la demande de prêts à des fins d'investissement, bien que volatile depuis fin 2014, est demeurée relativement élevée.

Les prévisions de croissance du PIB en volume publiées par les organismes privés et les institutions internationales depuis début septembre sont restées globalement conformes aux projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE. La prévision de croissance du PIB en volume du FMI est légèrement inférieure pour 2016 et 2017, tandis que l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2015, qui doit être publiée le 23 octobre, est conforme aux projections des services de la BCE. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont considérés comme étant orientés à la baisse, reflétant notamment une incertitude accrue concernant les évolutions dans les économies de marché émergentes. La crise des réfugiés pourrait avoir un effet positif sur la croissance *via* une hausse des dépenses publiques et une progression de la construction.

S'agissant des évolutions des prix dans la zone euro, le ralentissement de la hausse annuelle de l'IPCH à - 0,1 % en septembre après 0,1 % en août reflète principalement une nouvelle atténuation de la hausse des prix de l'énergie, contrebalancée seulement en partie par une accentuation du rythme annuel de variation de la composante produits alimentaires non transformés. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est demeurée inchangée à 0,9 %. Les éléments qui révéleraient une hausse soutenue de l'inflation sous-jacente ne sont pas encore perceptibles. La remontée de l'inflation sous-jacente a marqué le pas au cours des derniers mois en raison du récent renforcement du taux de change de l'euro et des effets indirects des nouvelles baisses des prix du pétrole observées récemment. Globalement, les prix à l'importation sont demeurés la principale source de tensions à la hausse le long de la chaîne des prix, tandis que les prix à la production intérieurs restent faibles et les salaires nominaux bas.

Par rapport aux prévisions d'inflation établies par les autres organisations internationales, les projections de septembre 2015 des services de la BCE pour 2016 sont légèrement supérieures à celles du FMI et de l'EPP, et en ligne avec celles du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro. Pour 2017, les projections de septembre 2015 des services de la BCE sont supérieures à celles du FMI et de l'EPP.

Les anticipations d'inflation à long terme, tirées des données d'enquêtes et des marchés, sont pratiquement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début septembre. Les taux anticipés des *swaps* indexés sur l'inflation ont peu varié, le taux anticipé à cinq ans dans cinq ans ressortant à 1,7 % le 20 octobre 2015. En outre, dans la dernière EPP, le taux d'inflation attendu à cinq ans était inchangé à 1,9 %. De plus, le prix de la protection contre la déflation a diminué.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la volatilité des marchés financiers s'est légèrement atténuée mais demeure élevée, dans un contexte de persistance de l'incertitude relative à l'environnement mondial. La courbe de l'Eonia s'est aplatie et les conditions de financement pour les sociétés non financières (SNF) de la zone euro sont demeurées favorables. Le coût du financement externe pour les SNF a légèrement augmenté mais reste proche de son point bas historique, avec la poursuite de la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire adoptée pour faire baisser les taux débiteurs bancaires, tandis que le coût des fonds propres et de l'endettement de marché est un peu plus élevé qu'au printemps. Les volumes d'émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF ont ralenti depuis l'été, venant après des émissions de titres de créance concentrées par avance au premier trimestre 2015.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance annuelle de M3 s'est inscrite à 4,8 % en août, contre 5,3 % en juillet. Elle s'explique toujours par la forte croissance de M1. La reprise progressive des prêts des IFM au secteur privé non financier s'est poursuivie. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages (corrigé des cessions et de la titrisation) a augmenté, ressortant à 1,0 % (contre 0,9 % en juillet), tandis que la variation annuelle des prêts aux SNF (corrigée des cessions et de la titrisation) est passée à 0,4 % (contre 0,3 % en juillet). Ces évolutions ont été soutenues par des améliorations touchant à la fois les facteurs d'offre et de demande du crédit.

S'agissant des politiques budgétaires, les ratios de déficit et de dette publics devraient diminuer sur l'horizon de projection, en raison de l'amélioration conjoncturelle de l'économie de la zone euro et de la diminution des paiements d'intérêts. Dans le même temps, l'orientation budgétaire moyenne de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que, lors de sa réunion des 2 et 3 septembre 2015, le Conseil des gouverneurs a conclu que la reprise économique devrait se poursuivre, mais à un rythme légèrement plus faible, et qu'il faudrait probablement plus de temps que ne le suggéraient les anticipations formulées antérieurement dans l'année pour atteindre l'objectif de taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à l'horizon de moyen terme pertinent pour la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs a également conclu que les risques à la baisse s'étaient accrus mais qu'il était trop tôt pour tirer des conclusions solides, en particulier quant à l'incidence durable des évolutions dans les économies de marché émergentes sur les perspectives de stabilité des prix dans la zone euro.

Les données publiées depuis septembre ont confirmé la reprise en cours dans la zone euro, l'affaiblissement de la demande extérieure étant dans l'ensemble compensé par la résistance de la demande intérieure. Les informations disponibles indiquent également la persistance de faibles tensions à la hausse sur les prix, et en particulier l'atténuation des signaux indicateurs d'un éventuel regain de l'inflation sous-jacente. En parallèle, les conditions de crédit ont continué de s'améliorer tandis que les conditions financières sont pratiquement inchangées depuis les 2 et 3 septembre 2015, même si elles sont un peu plus restrictives que les hypothèses techniques sous-tendant les projections de septembre 2015 des services de la BCE, notamment si l'on tient compte du renforcement du taux de change de l'euro.

Pour l'avenir, une actualisation mécanique des projections de septembre par les services de la BCE avec les données de marché disponibles jusqu'à la date de la réunion du Conseil des gouverneurs à Malte fait état de risques à la baisse pesant sur le scénario de référence de septembre, notamment en ce qui concerne les perspectives d'inflation. En conséquence, la normalisation anticipée de l'inflation vers un taux proche de 2 % devrait probablement être à nouveau repoussée, comme cela s'est déjà produit pour les projections

antérieures. Tandis que les faibles tensions sur les prix sont essentiellement imputables à la baisse des prix du pétrole, les effets indirects sur l'inflation sous-jacente sont significatifs dans le contexte actuel.

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

À la lumière des remarques ci-dessus, il était important pour le Conseil des gouverneurs de rappeler que la reprise économique de la zone euro reste modérée, avec la persistance de risques à la baisse, et que la vigueur et la persistance des facteurs freinant actuellement le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme nécessitent une analyse approfondie.

En conséquence, le Conseil des gouverneurs devrait réexaminer le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire lors de sa réunion de politique monétaire de décembre 2015, lorsque les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème seront disponibles, et charger les services de la BCE, en relation avec les comités compétents de l'Eurosystème, de mener une analyse technique de la relance monétaire réalisée, d'examiner les options envisageables et d'analyser leur efficacité.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont généralement partagé l'analyse des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les nouvelles informations disponibles, comme les indices des directeurs d'achat et les indicateurs du climat économique les plus récents, confirment la poursuite d'une reprise économique modérée dans la zone euro, globalement en ligne avec les projections de septembre 2015 établies par les services de la BCE. Tandis que la demande extérieure apparaît légèrement plus faible qu'attendu dans un contexte d'atonie de la croissance du commerce mondial, la demande intérieure a continué de faire preuve de résistance, portée essentiellement par la consommation privée. La balance des risques reste orientée à la baisse, avec l'accroissement des incertitudes associées notamment aux perspectives d'activité dans les économies de marché émergentes.

Plusieurs remarques ont été formulées à propos des contributions divergentes des différentes composantes de la demande à l'activité économique de la zone euro. Il a été noté que la croissance économique a été récemment soutenue principalement par la consommation privée, qui est restée robuste en dépit de chocs mondiaux défavorables. La croissance de l'investissement est demeurée relativement faible, bien que le redressement des bénéfices des entreprises et la robustesse des bénéfices non distribués pourraient lui apporter un soutien à l'avenir. La faible dynamique de l'investissement a été considérée comme un problème

pour les perspectives de croissance dans la zone euro, et il a été observé que le plan d'investissements de la Commission européenne pourrait ne pas suffire à apporter une contribution décisive à la relance de l'investissement. Les évolutions de la demande extérieure sont décevantes, l'activité économique mondiale et la croissance des échanges internationaux ayant ralenti.

Il a été rappelé que, même si les perspectives de croissance économique à court terme n'ont guère changé depuis la réunion précédente, le mouvement de reprise du cycle d'activité actuel est particulièrement faible. Toutefois, il a aussi été souligné que la nature prolongée du processus d'ajustement dans la zone euro n'était plus une surprise et qu'elle pouvait s'expliquer par la conjonction de la crise financière et des déséquilibres existants au sein de l'Union monétaire. Une comparaison de la croissance économique entre pays a été vue comme confirmant cette analyse, la vigueur de la reprise économique dans les différentes économies de la zone euro étant largement corrélée à l'ampleur des déséquilibres antérieurs à la crise. Par conséquent, il a été jugé utile d'approfondir l'analyse de la nature de la crise et de séparer les facteurs structurels des facteurs conjoncturels à l'origine des évolutions économiques actuelles.

Les perspectives économiques restent entourées d'une grande incertitude, les risques de nouveaux ajustements des bilans et de réduction du levier d'endettement demeurent d'actualité et l'environnement économique international apparaît fragile, notamment les perspectives des économies de marché émergentes. L'incertitude relative à la Chine est encore jugée particulièrement élevée. Alors que certains indices témoignent d'un ralentissement qui demeurerait graduel et modéré en Chine, la possibilité d'un rééquilibrage plus long et d'un ralentissement plus marqué a également été exprimée. Tandis que les répercussions du ralentissement de la Chine sur la zone euro, y compris *via* les canaux de la confiance, sont restées jusqu'ici contenues, il est jugé important de suivre attentivement les évolutions et de poursuivre l'analyse des canaux de transmission potentiels à l'économie de la zone euro.

Une autre source d'incertitude pour les perspectives économiques dans la zone euro réside dans la crise actuelle des réfugiés et dans les flux migratoires associés. Bien que l'on considère généralement qu'il est trop tôt pour mener une évaluation fiable de l'incidence économique, compte tenu de la forte incertitude attachée à l'ampleur de ces flux, il a été souligné que les conséquences pour l'activité économique pourraient être positives, en particulier en raison de l'effet expansionniste des dépenses budgétaires supplémentaires, à condition que ces dépenses ne soient pas compensées par d'autres mesures budgétaires. L'activité dans la construction pourrait aussi être stimulée, avec un décalage.

Les membres du Conseil ont rappelé que les perspectives économiques dépendaient également des mesures prises dans d'autres domaines de la politique économique, et que la mise en œuvre de mesures structurelles et budgétaires décisives était essentielle à une reprise durable. Ils ont mis l'accent sur la nécessité d'accélérer les réformes structurelles, en particulier dans plusieurs pays ayant relâché leurs efforts dans ce domaine. S'il faudra un certain temps pour que l'incidence économique positive des réformes structurelles se fasse sentir, un certain nombre de mesures pourraient améliorer la confiance des ménages et des investisseurs et renforcer la demande intérieure à court terme. La politique budgétaire devrait également soutenir la reprise économique en garantissant une structure des recettes et des dépenses propice à la croissance et en

permettant, là où la marge de manœuvre budgétaire est suffisante, des dépenses d'investissement public supplémentaires ainsi que des réductions fiscales compatibles avec la croissance. Des propositions de prise en compte du rôle des salaires ont été avancées, dans la mesure où une plus forte croissance des salaires, lorsqu'elle est justifiée par les fondamentaux, pourrait contribuer de façon positive à la hausse du revenu disponible réel et de la demande intérieure.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'évaluation des perspectives et des risques présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est ressortie à - 0,1 % en septembre 2015, principalement en raison d'une baisse des prix de l'énergie et de la récente appréciation de l'euro. À plus long terme, les taux d'inflation devraient se redresser en 2016 et 2017, mais les perspectives globales se sont légèrement détériorées d'après une actualisation mécanique des projections macroéconomiques de septembre 2015 établies par les services de la BCE. Les risques à la baisse pesant sur les perspectives d'évolution de l'inflation sont globalement considérés comme demeurant élevés, et des craintes ont été formulées que la période prolongée de faible inflation ne dure plus longtemps que prévu.

S'agissant des perspectives d'évolution des prix à moyen terme, les membres du Conseil se sont globalement accordés sur le fait que l'inflation dans la zone euro devrait continuer d'augmenter vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, à un rythme cependant moins soutenu qu'anticipé. En particulier, le recul des prix de l'énergie et les évolutions récentes des taux de change, s'ils ne s'inversent pas, laissent présager une nouvelle révision à la baisse des perspectives d'inflation.

Cette révision à la baisse des perspectives d'inflation est considérée comme potentiellement préoccupante, notamment lorsqu'elle s'ajoute à des signes moins évidents d'un retournement durable de l'inflation sous-jacente, car cela signifierait un nouvel allongement de la période prolongée de faible inflation et un nouveau report de la date de retour de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif à moyen terme de la BCE. Dans ce contexte, l'attention a été attirée sur le profil d'évolution de l'inflation attendu à court terme, qui après un rebond vers la fin de l'année en raison d'effets de base liés aux prix du pétrole, pourrait retomber à des niveaux relativement bas début 2016.

Par conséquent, les membres du Conseil ont souligné la nécessité de continuer à analyser la vigueur et la persistance des facteurs à l'origine de la période actuelle de faible inflation et d'en comprendre les implications à moyen et long terme.

Premièrement, il a été jugé important de surveiller les implications de l'évolution de l'inflation totale pour les mesures de l'inflation sous-jacente, telles que l'IPCH hors produits alimentaires et énergie. Des préoccupations ont été formulées au sujet de la répercussion relativement rapide et prononcée du bas niveau des prix des matières premières sur l'inflation sous-jacente qui a été observée récemment. Dans le même temps, la remarque a été faite que les éléments solides indiquant des effets de second tour exercés par les prix de l'énergie sur l'inflation totale faisaient encore largement défaut.

Deuxièmement, il a été affirmé que la persistance d'une faible inflation dans la zone euro faisait partie d'un phénomène plus large de faible inflation à l'échelle mondiale et qu'une augmentation durable des prix dans la zone euro serait difficile à atteindre en l'absence d'une remontée de l'inflation au niveau mondial. L'importance des facteurs internationaux est également visible dans les mesures des anticipations d'inflation, dont les évolutions à court terme pour la zone euro, les États-Unis et le Royaume-Uni sont considérées comme hautement corrélées. Dans le même temps, il a été souligné que les facteurs domestiques, en particulier ceux liés à la demande et à la sous-utilisation des capacités productives, jouaient également un rôle primordial pour expliquer la période prolongée de faible inflation.

Troisièmement, l'attention a été attirée sur les déterminants structurels d'une faible inflation. En particulier, les évolutions structurelles dans les domaines de la technologie, du comportement des consommateurs et de la concurrence pourraient expliquer en partie la faible inflation. Toutefois, il a été largement mentionné que l'environnement de faible inflation dans la zone euro était dans une large mesure le reflet de facteurs de demande dans le contexte de persistance d'une croissance atone et d'un chômage élevé.

Quatrièmement, il peut toujours être utile d'évaluer les perspectives de stabilité des prix à partir de l'évolution de l'activité économique et de l'écart de production, ainsi que sur la base de la relation entre activité et prix, telle que mesurée par la courbe de Phillips. Les membres du Conseil ont souligné, comme à de précédentes occasions, que les mesures de l'écart de production étaient entourées d'une très grande incertitude. Des craintes ont été formulées que la sous-utilisation des capacités productives sur le marché du travail ne soit plus élevée qu'estimé, notamment si l'on tient compte du travail à temps partiel imposé et plus généralement des travailleurs découragés. Il a également été fait référence aux travaux de recherche indiquant une probable pentification de la courbe de Phillips au cours des dernières années, ce qui implique qu'un degré élevé de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie correspondrait, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse du niveau de l'inflation.

Cinquièmement, il a été jugé important de continuer à surveiller de près l'incidence d'une période prolongée de faible inflation sur les anticipations d'inflation. Il a été souligné que les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes étaient demeurées inchangées, à 1,9 % selon la dernière EPP, et que les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés s'étaient globalement stabilisées depuis fin août. Ces évolutions récentes ont été jugées rassurantes dans une certaine mesure, car elles indiquent que la récente faiblesse de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente n'ont pas eu d'impact négatif sur les anticipations. En revanche, des préoccupations ont également été formulées sur le fait que les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés demeuraient faibles, n'avaient pas affiché de tendance haussière au cours des dernières semaines et indiquaient que l'inflation n'atteindrait pas 1,9 % avant 2025.

En évaluant les risques pesant sur les perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont souligné que les risques à la baisse continuaient de dominer et s'étaient probablement accentués. Ces risques découlent essentiellement des incertitudes concernant les perspectives économiques et de la persistance d'un écart de production dans la zone euro, ainsi que des évolutions à l'échelle mondiale des prix du pétrole et des matières premières. S'agissant de ces dernières, il a été souligné que les récentes baisses des prix du pétrole et des

matières premières reflétaient également des facteurs de demande et ne pourraient donc probablement pas s'inverser rapidement. En outre, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que la période actuellement prolongée de faible inflation était en soi source de risques à la baisse, dans la mesure où elle pourrait contribuer à un désancrage des anticipations d'inflation. Il a également été fait référence à un possible scénario de déflation, qui ne pouvait être totalement exclu en tant que risque extrême. Néanmoins, il a été souligné que la probabilité d'une déflation avait diminué depuis le début de l'année, selon les mesures fondées sur les marchés.

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 données récentes confirmaient la croissance robuste de M3, en dépit du ralentissement de son taux de croissance annuel en août. La dynamique des prêts a continué de s'améliorer, poursuivant la reprise graduelle observée depuis début 2014. L'enquête du troisième trimestre 2015 sur la distribution du crédit bancaire confirme une hausse de la demande de prêts bancaires et un nouvel assouplissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises, alors que ceux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages se sont légèrement durcis.

Ces évolutions de la croissance de la monnaie et du crédit sont largement considérées, en dépit de la persistance d'une activité de prêt relativement atone, comme les signes positifs d'une poursuite de la reprise, reflétant une orientation très accommodante de la politique monétaire et la transmission progressive du train de mesures prises par la BCE, ainsi qu'une atténuation de la fragmentation financière dans la distribution du crédit et les critères d'octroi. Comme le confirme l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les conditions de financement favorables et la concurrence accrue entre les banques favorisent l'assouplissement des conditions du crédit et des critères d'octroi. Conjugués à l'amélioration de la demande de crédit dont les banques font état, ces deux facteurs pourraient renforcer l'expansion du crédit dans la zone euro au cours des prochains mois, si l'on considère également que l'orientation accommodante de la politique monétaire, par le biais des achats d'actifs de la BCE et des trois TLTRO à venir, n'a pas encore fini de se transmettre à l'économie.

Dans le même temps, il a été souligné que l'hétérogénéité demeurerait source de préoccupation, la croissance de la monnaie et du crédit restant très négative dans les pays les plus touchés par la crise financière, alors qu'elle est relativement soutenue dans les autres pays. Une certaine prudence a également été exprimée en ce qui concerne le risque d'une éventuelle pression en faveur de la poursuite du désendettement des banques de la zone euro.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la trajectoire à suivre

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. Les informations devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début septembre confirment globalement la reprise en cours. Elles indiquent également la persistance de faibles tensions sur les prix et la possibilité d'un nouveau report de la

date à laquelle devrait intervenir la normalisation durable de l'inflation, ce qui nécessite une analyse approfondie des facteurs qui freinent actuellement le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Il a été rappelé que, lors de sa précédente réunion, le Conseil des gouverneurs avait jugé prématuré de conclure si les évolutions extérieures défavorables et les risques à la baisse accrus auraient un impact temporaire ou durable sur les perspectives d'évolution des prix dans la zone euro ainsi que sur un ajustement durable vers un niveau conforme à l'objectif à moyen terme de la BCE. À partir des analyses économique et monétaire des données disponibles, de nombreux arguments ont été exposés sur la question de savoir si l'on pouvait d'ores et déjà conclure à une évolution notable des perspectives qui justifierait une réponse de la politique monétaire ou si de nouveaux éléments et analyses étaient nécessaires, notamment dans le cadre des projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont fait part de leur préoccupation concernant la perspective d'une nouvelle détérioration des prix, y compris à l'horizon de moyen terme pertinent pour la politique monétaire, les risques étant clairement orientés à la baisse. En particulier, l'attention a été attirée sur la perte de vitesse du retournement de plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente, l'inflation hors produits alimentaires et énergie paraissant bloquée à un niveau inférieur à ou proche de 1 %. Les réalisations de l'inflation se sont situées à de nombreuses reprises en dessous des projections établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème et par d'autres prévisionnistes du secteur public et du secteur privé.

Il a été souligné que, tandis que les programmes d'achats d'actifs et les opérations de prêts de la BCE fonctionnent comme prévu en termes d'augmentation de la liquidité, soutenant les conditions de financement et exerçant *in fine* une incidence sur la production et les prix, un certain nombre d'évolutions défavorables de la situation extérieure ont également été enregistrées. Ces évolutions défavorables incluent des prix du pétrole durablement bas, des faiblesses dans les économies émergentes et le report de l'ajustement attendu du taux d'intérêt directeur aux États-Unis.

Considérées dans leur ensemble, l'incidence des facteurs extérieurs et une incertitude accrue ont renforcé la possibilité que malgré leur ampleur, les mesures de la BCE ne soient peut-être pas suffisantes dans l'environnement actuel pour atteindre leur objectif ultime en termes de taux d'inflation, notamment au regard de la faiblesse des tensions s'exerçant sur les prix au plan mondial. Dans ce contexte, le redressement très lent de la production dans la zone euro après la crise financière et la crise de la dette souveraine a été mentionné. Il a été avancé que, dans un tel environnement, le risque de déflation demeure pertinent. Dans ce contexte, des arguments en faveur d'un renforcement immédiat ou, en tout cas, le plus rapide possible, de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE ont été exprimés.

Dans le même temps, les membres du Conseil ont exprimé de la prudence quant à l'adoption d'une interprétation excessivement négative des données récentes et au fait de tirer des conclusions hâtives en termes de politique monétaire. Les données récentes offrent globalement un tableau contrasté, incluant certains signaux positifs, et la résistance de l'économie intérieure malgré l'affaiblissement de l'environnement extérieur est rassurante. Cela suggère que l'environnement n'a pas fondamentalement évolué depuis la

précédente réunion de politique monétaire. Il a donc été considéré comme préférable d'attendre le mois de décembre pour vérifier si les facteurs sous-jacents à l'origine des perspectives à moyen terme de stabilité des prix ont suffisamment évolué. La nouvelle détérioration des données d'inflation tient largement aux cours des matières premières et aux facteurs extérieurs, et peut-être aussi à des modifications structurelles s'exerçant en dehors du domaine de la politique monétaire, tandis que les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les enquêtes demeurent bien ancrées. De plus, il ne semble y avoir aucune indication pointant un risque de déflation, dans le sens d'une baisse du niveau des prix généralisée, alimentée par les anticipations et auto-entretenu.

En ce qui concerne les conditions monétaires et financières, les membres du Conseil ont généralement partagé l'analyse de M. Praet selon laquelle ces conditions sont demeurées globalement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue début septembre, mais se sont durcies par rapport aux hypothèses techniques intégrées dans les projections de septembre 2015. Ce durcissement reflète principalement une appréciation de l'euro, qui a contrebalancé pour moitié environ la dépréciation observée jusqu'au printemps 2015, conjuguée à l'annonce de l'APP étendu. Dans le même temps, il a été avancé que l'examen d'un plus large éventail d'indicateurs fournit un tableau plus favorable. En particulier, les indicateurs de taux d'intérêt ont continué de dénoter une orientation accommodante de la politique monétaire et les évolutions du crédit bancaire sont cohérentes avec une poursuite du redressement des prêts au secteur privé non financier. Dans le même temps, la fragmentation, les écarts de rendement et les primes de risque liés à la crise se sont inscrits en recul. Il a donc été réaffirmé que l'on ne pouvait conclure de façon incontestable à un resserrement de l'orientation de la politique monétaire.

En ce qui concerne l'efficacité des mesures prises par le Conseil des gouverneurs en 2014 et 2015, les membres du Conseil ont généralement considéré qu'elles avaient eu une incidence favorable sur les conditions financières et que leurs effets sur l'économie réelle se faisaient progressivement sentir, les effets qui s'exercent aux premiers stades du mécanisme de transmission étant clairement visibles, par exemple, dans les mesures de la liquidité, les taux d'intérêt à court terme, les taux débiteurs des banques et l'assouplissement des conditions du crédit, ainsi qu'en termes de réduction de la fragmentation de la distribution et des conditions du crédit. En outre, il a été souligné qu'une part importante de l'assouplissement monétaire provenant des mesures de la BCE restait à venir. L'existence de décalages importants et d'ampleur variable dans le processus de transmission monétaire a été considérée comme incitant à prendre patience avant d'envisager de modifier l'APP, qui n'a pour l'instant fonctionné que huit mois sur les dix-neuf prévus. Cela étant, il a été souligné que si la politique monétaire a efficacement atteint ses objectifs intermédiaires, tels que l'amélioration des conditions financières, le retournement du cycle du crédit et la réduction de la fragmentation financière, elle n'a jusqu'à présent pas été à même d'exercer une incidence notable sur son objectif final, à savoir faire évoluer l'inflation de façon décisive vers une trajectoire plus élevée. Cela pose un défi au Conseil des gouverneurs pour la formulation de l'orientation la plus appropriée de la politique monétaire de la zone euro.

Une conséquence possible de cette situation est qu'il pourrait être nécessaire de reconnaître que dans le contexte actuel, l'horizon auquel la politique monétaire pourrait réaliser son objectif final est à plus long terme, ce qui ne plaide pas nécessairement en faveur de mesures supplémentaires à ce stade. Une autre réflexion a fait état de la nécessité de prendre des mesures plus énergiques ou d'envisager une gamme d'instruments élargie visant à garantir une transmission adéquate à l'économie réelle et à renforcer un ancrage solide des anticipations d'inflation, suggérant que l'éventail complet des instruments de politique monétaire disponibles devrait être examiné en détail.

Dans le même temps, il a été jugé essentiel de rappeler le rôle crucial joué par les autres pans de la politique économique afin d'éviter d'imposer une trop lourde charge à la politique monétaire et pour garantir que ces autres pans contribuent à un résultat plus satisfaisant sur le plan économique dans la zone euro. L'environnement de faibles taux d'intérêt a été vu comme une occasion pour les gouvernements de mener avec résolution les réformes structurelles nécessaires. Toutefois, les membres du Conseil ont exprimé leur déception quant à la rapidité insuffisante des réformes structurelles et au manque de mesures de soutien au plan budgétaire, notamment le faible dynamisme avec lequel le plan Juncker a été mis en œuvre.

Un certain nombre de remarques préliminaires ont été faites concernant les options envisageables pour accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire, si cela s'avérait nécessaire.

Concernant la modification de la dimension, de la composition ou de la durée de l'APP, il a été souligné que la présente communication a déjà abordé la possibilité d'une extension du programme au-delà de septembre 2016, en fonction de l'avancement de la réalisation d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers l'objectif à moyen terme. Il a été considéré que modifier la dimension globale et la gamme d'actifs éligibles nécessitait une analyse approfondie de la part des services de la BCE et des comités compétents. D'autres options pourraient également être examinées.

Des avis préliminaires ont également été exprimés concernant la possibilité d'une nouvelle baisse des taux directeurs, notamment du taux de la facilité de dépôt. Il a été fait référence à l'expérience d'autres juridictions dans lesquelles des taux négatifs n'ont pas semblé entraîner de difficultés majeures ou de substitution généralisée au profit de la monnaie fiduciaire. Toutefois, il a également été avancé qu'abaisser les taux équivaldrait à s'aventurer plus loin en territoire inconnu et aurait des répercussions sur le fonctionnement des marchés et le comportement des banques et de leurs clients. Pour cette raison, il a été jugé nécessaire de poursuivre les travaux des techniciens et des comités afin d'évaluer les bénéfices et les coûts d'une telle mesure, en particulier concernant son incidence sur le marché monétaire ainsi que sur les marges et la capacité de prêt des banques.

Dans ce contexte, il a été jugé indispensable d'intensifier la communication et de souligner la détermination et la résolution du Conseil des gouverneurs à agir dès que de nouvelles informations et une nouvelle évaluation le justifieraient, les projections de décembre des services de l'Eurosystème permettant une réflexion approfondie sur l'orientation de la politique monétaire. Cela confirmerait la fonction de réaction de la BCE à la lumière de données évolutives et servirait également à parer aux éventuels malentendus selon lesquels la BCE pourrait tolérer durablement de ne pas atteindre son objectif ou ne disposerait pas des instruments

suffisants pour agir efficacement. Dans le même temps, il a été jugé nécessaire de communiquer une réévaluation intégrale de la situation et un examen complet des options de politique monétaire en décembre, en veillant à ne pas créer d'attentes excessives ou à ne pas être perçu comme le préalable à l'adoption d'une certaine ligne de conduite.

Décisions et communication de politique monétaire

En tenant compte des avis exprimés par le Conseil des gouverneurs, le Président a conclu que le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire devra faire l'objet d'un réexamen lors de la réunion de politique monétaire qui aura lieu en décembre. En conséquence, les services de la BCE et les comités compétents de l'Eurosystème seront mandatés pour mener une analyse technique de la relance monétaire réalisée, passer en revue les options disponibles si le Conseil des gouverneurs considérait qu'un renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire était nécessaire et les analyser en termes d'efficacité. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs était disposé à agir et en mesure de le faire en utilisant, le cas échéant, tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat, y compris en ajustant la dimension, la composition et la durée de l'APP. Il a été rappelé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros seraient pleinement mis en œuvre jusque fin septembre 2016, ou au-delà si nécessaire, et en tout cas, jusqu'à ce que l'on observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

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

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

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is151022.en.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151022.en.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 22 octobre 2015

Membres

M. Draghi, président

M. Constâncio, vice-président

M. Bonnici

M. Cœuré

M. Costa*

Mme Georghadji

M. Hansson

M. Honohan

M. Jazbec*

M. Knot

Mme Lautenschläger

M. Liikanen

M. Linde

M. Makúch*

M. Mersch

M. Nowotny

M. Noyer

M. Praet

M. Smets

M. Stournaras

M. Vasiliauskas

M. Visco

M. Weidmann*

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

Autres participants

M. Van der Haegen, secrétaire, directeur général Secrétariat

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

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

Personnes accompagnantes

M. Bitāns

Mme Buch

M. Dewatripont

M. Gaiotti

M. Hakkarainen

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. McGuire

M. Mifsud

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Ramalho

Mme Razmusa, suppléante de M. Rimšēvičs

M. Schoder, suppléant de M. Reinesch

M. Stavrou

M. Swank

M. Tratnik

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 14 janvier 2016.