

14 janvier 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 2 et le jeudi 3 décembre 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 le 22 octobre à Malte, les marchés se sont principalement focalisés sur la perspective d'une divergence accrue entre la politique du Système fédéral de réserve et celle de la BCE, comme en témoignent plusieurs indicateurs ; par exemple, l'écart entre les taux des *swaps* de taux référencés sur un taux au jour le jour (OIS) à un an de l'euro et du dollar dans un an a atteint 140 points de base, son point haut sur sept ans. De plus, à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre, les probabilités tirées des options pour le taux de change de l'euro contre dollar se sont déplacées vers le bas pour la fin du premier trimestre 2016. Ce déplacement a également indiqué qu'un nouvel assouplissement monétaire par la BCE avait été intégré dans les marchés de taux d'intérêt. À très court terme, toutefois, le marché avait intégré le risque d'une inversion significative de la récente dépréciation prononcée de l'euro contre dollar, si la BCE ou la Réserve fédérale venaient à agir différemment des anticipations actuelles des marchés. Ce risque a été illustré par le niveau absolu de la volatilité implicite à un mois pour le taux de change de l'euro contre dollar qui était, fin novembre, proche de son plus haut niveau depuis 2011.

Aux États-Unis, les anticipations par les marchés d'un relèvement de la fourchette du taux objectif des fonds fédéraux par la Réserve fédérale en décembre 2015 se sont renforcées après la déclaration d'octobre du Comité fédéral de l'*open market*, confortées par les commentaires ultérieurs de membres du Comité et les bons résultats du marché du travail américain pour octobre. De plus, l'intérêt des analystes s'était déjà reporté sur la trajectoire attendue du taux cible des fonds fédéraux après une première hausse. Même si la communication des responsables de la Réserve fédérale suggérait une trajectoire progressive, le marché a intégré, comme indiqué par la courbe des taux à terme des fonds fédéraux, un rythme plus lent de hausses des taux comparé à la trajectoire actuellement prévue par les membres du Comité de l'*open market* et à celle observée lors des cycles précédents d'augmentation des taux.

Dans la zone euro, la courbe des taux anticipés de l'Eonia a totalement intégré une baisse de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt lors de la présente réunion du Conseil des gouverneurs et une baisse supplémentaire de 10 points de base (à - 0,40 %) en septembre 2016. Alors que l'Euribor 12 mois est resté positif, le taux à six mois se situe à présent en territoire négatif. La courbe anticipée de l'Euribor a intégré de nouvelles baisses des taux du marché monétaire de l'euro, prévoyant que le taux à trois mois atteindrait son point le plus bas, à - 28 points de base, en septembre 2016.

Sur les marchés obligataires de la zone euro, les rendements des emprunts publics ont diminué depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. Le rendement de l'emprunt public allemand à deux ans de

référence se situe à présent légèrement en dessous de $-0,40\%$, soit 20 points de base environ en deçà du niveau observé avant la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre 2015. Dans le même temps, les rendements des emprunts publics allemands à dix ans ont diminué de 12 points de base seulement, revenant de $0,57\%$ à $0,45\%$. Selon certains analystes, l'accentuation de la pente de la courbe des rendements a indiqué que les anticipations d'un abaissement du taux de la facilité de dépôt l'emportaient sur celles relatives à un élargissement du programme d'achat d'actifs (APP). Une seconde explication possible tient au fait que certains investisseurs se sont montrés réticents à s'engager dans des achats d'obligations d'échéance plus longue compte tenu des faibles rendements actuels.

Certains intervenants de marché ont considéré que le lien entre les taux d'inflation anticipés tirés des marchés et les prix actuels de l'énergie, qui avait été observé au cours des mois précédents, pourrait s'être relâché. Depuis début octobre, le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans a enregistré une hausse, en dépit de baisses persistantes des prix des carburants. Cette nouvelle donnée laisse penser que les intervenants de marché ont recalibré leurs anticipations d'inflation à long terme compte tenu de l'assouplissement monétaire attendu de la part de la BCE.

S'agissant de la mise en œuvre de l'APP, la liquidité de marché est restée globalement stable, même si une détérioration a été signalée sur certains compartiments du marché, tels que les obligations émises par les agences et les obligations sécurisées. Aucune tendance à la baisse n'a été observée pour les volumes négociés pour les contrats à terme sur les emprunts publics allemands, qui sont restés relativement stables en dépit d'un bref fléchissement fin novembre. Compte tenu de la diminution attendue de la liquidité de marché vers la fin de l'année, des achats d'actifs ont été réalisés par anticipation depuis septembre 2015 afin de permettre de les diminuer en décembre 2015.

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.

La reprise de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme modéré mais irrégulier. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a légèrement augmenté, ressortant à 53,4 en octobre contre 52,8 en septembre. Le commerce mondial semble s'être stabilisé à de bas niveaux, après des données décevantes au premier semestre 2015. Le volume des exportations mondiales de biens a augmenté de $1,6\%$ en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015 après un recul de $1,1\%$ au deuxième trimestre. Dans le même temps, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a légèrement fléchi, revenant à 51,0 en novembre après 51,2 en octobre.

L'inflation mondiale est restée modérée. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE est passée de $0,4\%$ en septembre à $0,6\%$ en octobre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation dans la zone OCDE est restée stable, à $1,8\%$. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre, les prix

du *Brent* ont baissé de 9 % pour s'établir à 45 dollars le baril. L'analyse du comportement récent des prix du pétrole, en tenant compte des facteurs à l'origine de l'offre et de la demande ainsi que du niveau record des stocks mondiaux, laisse penser que la baisse des cours pourrait se poursuivre durant une période plus longue. Les prix des matières premières hors énergie exprimés en dollars ont fléchi de 6 %, sous l'effet du recul des prix des matières premières industrielles. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro s'est déprécié de 4 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux.

En ce qui concerne la zone euro, le PIB en volume a progressé de 0,3 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2015. Bien qu'aucune ventilation ne soit encore disponible, les données existantes font état d'une contribution toujours positive de la demande intérieure, la croissance de la consommation privée étant le principal moteur de cette évolution. La production industrielle (hors construction) a encore fléchi en septembre, de 0,3 % en rythme mensuel. En revanche, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production ont progressé en octobre. En novembre, l'indice des directeurs d'achat s'est encore amélioré, tandis que l'ESI est demeuré inchangé. À plus long terme, la consommation privée devrait demeurer le principal moteur de la reprise économique, en liaison avec la hausse du revenu disponible, tandis que la croissance de l'investissement devrait également s'accélérer, comme l'indiquent les informations disponibles tirées d'enquêtes.

La situation a continué de s'améliorer progressivement sur le marché du travail. L'emploi a progressé de 0,3 % en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2015. Le taux de chômage a encore reculé pour s'établir à 10,7 % en octobre, soit environ un point et demi de pourcentage en dessous du pic de 12,1 % atteint en mai 2013.

Les projections macroéconomiques de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse du PIB en volume de 1,5 % en 2015, de 1,7 % en 2016 et de 1,9 % en 2017, globalement sans changement par rapport aux projections de septembre 2015 établies par les services de la BCE. Toutefois, par rapport aux projections de mars 2015, quand l'APP étendu a commencé à être mis en œuvre, la croissance du PIB en volume a été revue à la baisse pour 2016 et 2017.

S'agissant des évolutions des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH global dans la zone euro s'est établie à 0,1 % en novembre, sans changement par rapport à octobre. Cette évolution résulte principalement d'une accentuation du rythme annuel de variation de la composante énergie et, dans une moindre mesure, de la composante produits alimentaires transformés, qui a été compensée par une atténuation de la hausse des prix des autres composantes. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est revenue à 0,9 % en novembre contre 1,1 % en octobre. 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 sont restés faibles et les salaires nominaux modérés.

Les projections de décembre 2015 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,1 % en 2015, de 1,0 % en 2016 et de 1,6 % en 2017. Par comparaison avec les projections de septembre 2015 réalisées par les services de la BCE, les perspectives en matière de

progression de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse. Par rapport aux prévisions d'inflation établies par d'autres institutions internationales et le secteur privé, la projection de décembre 2015 pour la hausse de l'IPCH dans la zone euro est demeurée dans la partie haute de la fourchette pour 2017, tandis que pour 2016, elle a été globalement conforme aux prévisions des autres institutions internationales. Les risques pesant sur ces perspectives demeurent orientés à la baisse.

Depuis la réunion du 22 octobre, les mesures des anticipations d'inflation à long terme fondées sur les marchés ont continué d'augmenter. Le 1^{er} décembre, le taux anticipé à cinq ans du *swap* indexé sur l'inflation dans cinq ans ressortait à 1,8 %, niveau supérieur de quelque 10 points de base à celui observé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre. Le prix de la protection contre la déflation, tiré des options, a baissé.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements dans la zone euro est devenue légèrement plus pentue depuis la précédente réunion de politique monétaire, les taux anticipés à court terme de l'Eonia revenant à des niveaux historiquement bas, tandis que les taux à long terme n'ont que peu varié. De plus, le coût du financement externe pour les sociétés non financières a légèrement diminué en octobre et en novembre et les petites et moyennes entreprises (PME) ont indiqué, globalement, une amélioration de la disponibilité des prêts bancaires. Selon les résultats de la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), réalisée entre le 21 septembre et le 26 octobre 2015, les PME de la zone euro considèrent que l'obstacle pour leurs affaires que constitue l'accès au financement s'est amoindri comparé à d'autres facteurs liés à leur activité.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de la monnaie au sens large a été robuste, soutenue par les taux d'intérêt bas et par les effets de l'APP et des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). La croissance annuelle de M3 a atteint 5,3 % en octobre après 4,9 % en septembre, principalement sous l'effet de la forte progression de M1. Le taux de croissance annuel des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a augmenté, ressortant à 0,8 % en octobre (contre 0,4 % en septembre). L'amélioration progressive de la dynamique des prêts a été notable pour les entreprises comme pour les ménages. Le rythme annuel de variation des prêts aux sociétés non financières s'est renforcé, atteignant 0,6 % après 0,1 % en septembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a encore augmenté, s'établissant à 1,2 % après 1,1 % en septembre. Ces évolutions ont été soutenues par des améliorations touchant à la fois les facteurs d'offre et de demande du crédit ainsi que par le caractère favorable des conditions de financement bancaire. Selon l'enquête d'octobre 2015 sur la distribution du crédit bancaire, les banques de la zone euro ont fait état d'une incidence globalement neutre de l'APP sur leur rentabilité, les plus-values compensant l'impact défavorable de l'aplatissement de la courbe des rendements sur les marges nettes d'intérêts. De plus, il a également été nécessaire de tenir compte des effets positifs sur la qualité du crédit résultant de l'amélioration des conditions économiques liée à l'APP.

S'agissant des politiques budgétaires, les ratios de déficit et de dette publics rapportés au PIB devraient diminuer en moyenne pour la zone euro sur l'horizon de projection, en raison de l'amélioration conjoncturelle de l'économie de la zone et de la diminution des charges d'intérêts. Toutefois, l'orientation budgétaire de la

zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle devrait rester modérément expansionniste sur la période 2015-2016, en partie en raison des dépenses publiques liées à l'afflux de réfugiés, avant de redevenir globalement neutre en 2017.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que, lors de sa réunion de politique monétaire du 22 octobre 2015, le Conseil des gouverneurs avait conclu, au vu de la persistance de faibles tensions sur les prix et de risques durables à la baisse pesant sur la croissance et l'inflation, que le degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire devrait être réexaminé en décembre.

L'évaluation présente montre que les mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 ont été essentielles pour arrêter un processus de perte d'ancrage des anticipations d'inflation et ont constitué un important facteur de soutien de la reprise économique observée depuis lors. Dans le même temps, les projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, qui intègrent les évolutions favorables du marché financier ayant suivi la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre, confirment la poursuite de la reprise modérée de la zone euro tout en indiquant la persistance de faibles tensions sur les prix, avec une dynamique de l'inflation légèrement plus faible qu'attendu auparavant (après des révisions à la baisse de la croissance et de l'inflation lors des exercices de projection précédents).

Les données les plus récentes confirment également les préoccupations antérieures selon lesquelles l'ajustement de l'inflation vers des taux plus proches de 2 % prendrait plus longtemps que prévu en mars 2015, lorsque l'APP étendu a été mis en œuvre. En outre, tandis que les risques extrêmes liés à l'environnement international ont diminué, les risques à la baisse pesant à la fois sur les perspectives de croissance et d'inflation persistent.

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme la nécessité d'un recalibrage du degré d'accommodation de la politique monétaire de la BCE afin d'assurer un retour des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Dans ce contexte, un recalibrage de l'orientation de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs s'impose. Il est donc possible de prévoir les mesures suivantes :

premièrement, diminuer de 10 points de base le taux de la facilité de dépôt, à -0,30 %. Cette mesure renforcerait davantage l'impact de l'APP en accroissant les effets de rééquilibrage des portefeuilles des achats en cours, car les rendements plus négatifs sur les dépôts de banque centrale ont accru les incitations à acquérir d'autres actifs à la place des titres achetés par l'Eurosystème ;

deuxièmement, annoncer un allongement de l'horizon prévu de l'APP jusqu'à fin mars 2017, ou au-delà si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable du rythme de l'inflation conforme à l'objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ;

troisièmement, réinvestir les remboursements du principal des titres achetés dans le cadre de l'APP lorsqu'ils arrivent à échéance, aussi longtemps que nécessaire. Cette mesure contribuerait à établir à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire. Les services de la BCE et les comités de l'Eurosystème pourraient être mandatés pour effectuer les travaux techniques nécessaires ;

quatrièmement, inclure dans la liste des actifs éligibles à des achats réguliers les instruments de dette libellés en euros émis sur les marchés par des gouvernements régionaux et locaux situés dans la zone euro ;

cinquièmement, continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2017 ;

enfin, indiquer qu'un examen d'ensemble des paramètres techniques de l'APP pourrait être réalisé au printemps 2016.

S'agissant de la communication externe, le Conseil des gouverneurs pourrait souligner que ces modifications garantiraient des conditions financières accommodantes et renforceraient encore l'important effet d'assouplissement des mesures prises depuis juin 2014. Elles consolideraient également la dynamique de la reprise économique de la zone euro et accroîtraient sa résistance aux récents chocs économiques mondiaux. Le Conseil des gouverneurs pourrait également réaffirmer qu'il suivra attentivement l'évolution des perspectives de stabilité des prix et qu'il a la volonté et la capacité d'agir, si nécessaire, en utilisant tous les instruments disponibles dans le cadre de son mandat, afin de maintenir un degré approprié d'orientation accommodante. Par ailleurs, conformément aux précédentes communications, le Conseil des gouverneurs pourrait rappeler que l'APP offre une flexibilité suffisante, sa taille, sa composition et sa durée pouvant être modifiées.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur 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 récemment publiées confirment la reprise conjoncturelle en cours dans la zone euro. Le PIB en volume a continué d'augmenter au troisième trimestre, tandis que d'autres informations, y compris les dernières données d'enquêtes disponibles jusqu'en novembre 2015, restent cohérentes avec la poursuite d'une reprise économique modérée. La reprise devrait

se poursuivre de façon globalement conforme aux projections de septembre 2015 établies par les services de la BCE d'un rythme légèrement plus faible.

Cette évaluation se reflète dans les perspectives de croissance figurant dans les projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, qui sont globalement stables par rapport à celles de septembre 2015. Tandis que des éléments plus nombreux montrent que la demande intérieure de la zone euro a été relativement résistante, soutenue également par la baisse des prix du pétrole et par un léger assouplissement de l'orientation budgétaire, de nouvelles faiblesses sont apparues dans l'environnement international. En particulier, le ralentissement de l'activité dans les économies de marché émergentes pèse sur la croissance et le commerce à l'échelle mondiale, entraînant une moindre progression de la demande extérieure adressée à la zone euro.

S'agissant de l'environnement extérieur, il a été souligné que les projections de décembre 2015 avaient intégré une nouvelle révision à la baisse de l'activité et des échanges au niveau mondial, poursuivant ainsi une série de révisions à la baisse des perspectives d'évolution de l'environnement extérieur, ce qui a également mis en lumière l'importance des évolutions des économies de marché émergentes pour les exportations de la zone euro. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les perspectives d'évolution de l'environnement extérieur continuaient d'être incertaines et soumises à des risques à la baisse, liés en grande partie aux vulnérabilités des marchés émergents.

Dans le même temps, il a été mentionné que certains indicateurs figurant dans les dernières données laissent penser que le ralentissement des économies de marché émergentes avait atteint un plancher et que le commerce mondial commençait à s'améliorer.

Les inquiétudes antérieures quant aux évolutions en Chine notamment, à la suite de la baisse du marché boursier en août 2015, ne se sont pas confirmées. Il est donc justifié de penser que la balance des risques ne s'est pas détériorée et est même peut-être devenue moins négative. Cependant, il a également été avancé que, même si le risque à la baisse des évolutions en Chine n'était plus considéré comme aigu, les risques à la baisse liés aux marchés émergents de façon plus générale devaient encore être pris au sérieux, à la fois dans une perspective à plus moyen terme du cycle financier et du cycle du crédit au niveau mondial et également en raison de la vulnérabilité de certains pays à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et à ses répercussions. Dans l'ensemble, les risques extérieurs sont donc considérés comme restant orientés à la baisse, et il a été jugé nécessaire de continuer à suivre attentivement les évolutions hors de la zone euro, y compris les risques géopolitiques ayant des répercussions pour la zone.

Les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'opinion présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle, tandis que la reprise modérée de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre, les risques pesant sur les perspectives de croissance sont perçus comme restant orientés à la baisse, en raison notamment de l'environnement extérieur et de risques géopolitiques accrus. Ces risques sont susceptibles de peser sur la croissance mondiale, sur la demande extérieure adressée à la zone euro et sur la confiance de façon plus large.

Il a été souligné que la reprise actuelle de l'économie de la zone euro demeurait à la fois fragile et modérée. Même si les projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème sont largement conformes à celles de l'exercice de septembre, il convient également de garder à l'esprit que les hypothèses techniques sous-tendant les projections de décembre ont été influencées de façon positive par les évolutions favorables du marché financier depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre, elles-mêmes liées aux anticipations de nouvelles mesures de politique monétaire de la part de la BCE. Cependant, il a également été mentionné que les projections étaient certes influencées par les attentes concernant la politique monétaire dans la zone euro mais aussi par l'anticipation d'un resserrement de la politique monétaire aux États-Unis, ainsi que par d'autres variables exogènes. Dans l'ensemble, il s'est avéré difficile d'isoler les effets de ces différents facteurs.

Il a également été noté que le diagnostic du Conseil des gouverneurs avait évolué au fil des réunions de politique monétaire. En particulier, la communication à l'issue de la réunion de politique monétaire d'octobre s'est appuyée sur l'analyse selon laquelle les perspectives ressortant des projections de septembre établies par les services de la BCE étaient déjà décevantes. En outre, on s'attendait à ce que la reprise dans la zone euro soit plus faible qu'anticipé plus tôt dans l'année, en particulier par rapport aux projections de mars 2015 réalisées par les services de la BCE, qui ont été les premières à intégrer l'incidence des mesures de politique monétaire annoncées en janvier 2015.

Les membres du Conseil ont également fait référence au volume important de capacités inutilisées qui selon les estimations subsisterait dans l'économie de la zone euro. Les projections de décembre 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème montrent que l'écart de production ne sera pas intégralement résorbé sur l'horizon de projection. Elles font également ressortir que le taux de chômage ne descendra pas en dessous de 10 %, même d'ici la fin de l'horizon de projection en 2017. Par ailleurs, il a été noté que, contrairement à la consommation, l'investissement reste très faible et a encore déçu récemment, les projections de décembre affichant une révision à la baisse. Cela dénote une incertitude et un manque de confiance persistants, qui pourraient être accentués par les répercussions des risques (géo)politiques plus globaux tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. Ces risques sont importants car la confiance est un élément essentiel de la croissance, notamment pour l'investissement des entreprises. Le risque que la confiance des chefs d'entreprise ne s'améliore pas au cours des prochains mois est par conséquent source de préoccupation.

Cela étant, des observations ont également été formulées pour interpréter plus favorablement le fait que la reprise conjoncturelle se poursuive globalement en conformité avec les anticipations antérieures et que les projections de décembre 2015 relatives à l'activité soient largement inchangées par rapport à celles de septembre. Cette argumentation souligne la bonne tenue de la croissance dans la zone euro face aux faiblesses et à l'incertitude liées à l'environnement extérieur. Les nouvelles récentes, comme les dernières enquêtes, sont en moyenne soit neutres soit légèrement positives, démontrant la confiance dans la reprise en cours malgré les inquiétudes relatives aux économies de marché émergentes. Au troisième trimestre 2015, le PIB en volume a enregistré son dixième trimestre consécutif de croissance positive, la croissance effective dépassant les estimations de croissance potentielle pour les cinq derniers trimestres. La reprise, modérée bien qu'elle enregistre toujours une croissance supérieure à son potentiel, n'a pas été affectée. Elle s'appuie sur le

recul des cours du pétrole et les améliorations sur le marché du travail, facteurs soutenant tous deux le revenu disponible, et sur les effets décalés des mesures de politique monétaire prises en 2014 et en 2015. Il subsiste des obstacles à une croissance plus soutenue, tels les processus d'ajustement en cours et les niveaux élevés de créances douteuses dans un certain nombre de pays, qui requièrent des mesures dans d'autres domaines, en mettant l'accent sur les mesures structurelles destinées à élever les taux de croissance potentielle et en s'attaquant dans certains pays à l'endettement excessif et à la restructuration du système bancaire.

Malgré quelques divergences dans l'évaluation du cycle économique, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité d'engager des réformes structurelles et une action dans d'autres domaines en vue de soutenir la reprise économique, et également d'éviter de faire peser une charge trop importante sur la politique monétaire. La politique monétaire ne peut pas résoudre tous les problèmes qui freinent la croissance et l'emploi dans l'économie de la zone euro. Il y a un besoin urgent de réaliser à la fois des réformes structurelles pour les États membres et des avancées institutionnelles au niveau de l'UE. Il subsiste un risque que, en présence d'autres priorités nationales, la volonté de réaliser des réformes économiques diminue. Les progrès réalisés en matière de réformes structurelles sont également considérés comme importants pour le secteur bancaire. Plus généralement, il a été avancé que le cadre institutionnel et politique de la zone euro n'avait pas produit jusque-là le type d'incitations du côté de l'offre qui seraient nécessaires pour relancer la consommation privée et l'investissement des entreprises de manière significative.

Lors d'un échange de vues à propos de la politique budgétaire, il a été considéré comme important de souligner la nécessité de respecter les règles existantes du Pacte de stabilité et de croissance ainsi que de se conformer aux objectifs budgétaires et d'assurer l'assainissement, tout en recherchant une structure des politiques budgétaires qui soit plus propice à la croissance. En raison des erreurs commises par le passé, il s'est avéré impossible de créer l'espace budgétaire global qui serait nécessaire actuellement pour alléger la charge pesant sur la politique monétaire. La nécessité a été rappelée d'engager de nouvelles réflexions sur l'orientation budgétaire appropriée pour chaque État membre et pour la zone euro dans son ensemble, tout en gardant à l'esprit le cadre institutionnel, les disparités de positions dans le cycle et la marge de manœuvre budgétaire disponible, ainsi que les conditions économiques et les événements récents, comme l'afflux important de réfugiés. Il a également été fait référence dans ce contexte à l'existence d'excédents courants de grande ampleur dans certains pays et à l'importance de la prise en compte de l'influence de la politique monétaire sur l'orientation budgétaire des États membres.

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. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle totale dans la zone euro s'est établie à 0,1 % en novembre 2015, niveau identique au mois précédent, tandis que le taux annuel de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est revenu à 0,9 %, soit 0,2 point de pourcentage en dessous du taux enregistré en octobre. Au cours des mois à venir, la volatilité passée des cours du pétrole pourrait avoir une incidence nette sur les prix de l'énergie et l'inflation globale. À court terme, les effets de base liés aux évolutions passées des cours du pétrole devraient entraîner une hausse de l'inflation totale. Par la suite, les effets de base liés à l'énergie pourraient entraîner une nouvelle

baisse temporaire de l'inflation au printemps 2016 avant que l'inflation soit censée remonter. En raison de la baisse des prix des matières premières et de l'appréciation antérieure du taux de change de l'euro, on s'attend désormais à ce que l'inflation augmente moins vite qu'attendu précédemment. Ce diagnostic ressort des projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, dans lesquelles les perspectives d'inflation ont été légèrement révisées à la baisse par rapport aux projections de septembre des services de la BCE.

Dans une perspective à plus long terme, les projections de décembre 2015 sont également à rapprocher de ce qui était attendu dans l'exercice de projection de mars 2015, où l'incidence de l'APP étendu était incorporée pour la première fois dans la projection de référence. Par rapport aux projections de mars, l'inflation a été révisée à la baisse de 0,5 point de pourcentage pour 2016 et de 0,2 point de pourcentage pour 2017. Les dernières projections s'inscrivent ainsi dans une série de révisions à la baisse des perspectives d'inflation. Même s'il est difficile d'être précis, cette révision à la baisse aurait été plus importante si les projections de décembre 2015 n'avaient pas déjà intégré des effets anticipés de la politique monétaire sur les taux d'intérêt et sur le taux de change dans le sillage de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du 22 octobre.

L'attention a été attirée, en particulier, sur la perspective selon laquelle, d'après les dernières projections, il faudrait plus de temps pour atteindre la cible d'inflation que prévu auparavant. Lors d'exercices de projection successifs, l'horizon temporel sur lequel les services s'attendaient à ce que l'inflation atteigne un niveau proche de 2 % a été progressivement repoussé.

Une autre préoccupation exprimée par les membres du Conseil a trait à la persistance de risques à la baisse pesant sur les perspectives d'inflation, même si les projections de décembre 2015 ont déjà intégré les anticipations de nouvelles mesures par les marchés financiers. L'existence de risques à la baisse pesant sur l'inflation est étayée par plusieurs arguments. Premièrement, il a été observé que les projections de décembre 2015 n'intégraient pas la dernière publication de l'IPCH pour novembre, qui était plus faible que prévu. Deuxièmement, on a considéré qu'un risque à la baisse pesant sur la remontée de l'inflation totale à 1,6 % en 2017 découlait de l'expérience des précédentes erreurs de projection ; il a été rappelé que, depuis 2008, les projections d'inflation avaient souvent montré une hausse de l'inflation qui ne s'était pas concrétisée par la suite. Dans ce contexte, la possibilité a été évoquée que les cours du pétrole s'avèrent plus bas que prévu. Troisièmement, une analyse des risques pesant sur l'inflation fondée sur un large éventail de spécifications possibles pour la courbe de Phillips a montré que l'essentiel de la distribution était décalé vers le bas. Quatrièmement, les mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés indiquent pour l'heure un rythme d'inflation de quelque 1 % seulement en 2017, dénotant les doutes des marchés sur la possibilité que l'inflation puisse être proche d'ici là de la cible définie par la BCE, même s'il convient de prendre en compte le fait que les mesures fondées sur les marchés sont affectées par les primes de risque et de liquidité. Cinquièmement, plus les taux d'inflation se maintiennent longtemps à des niveaux bas, plus il sera difficile pour la politique monétaire d'ancrer les anticipations d'inflation. Plus l'inflation demeure durablement inférieure à la cible de la BCE, plus le défi sera important pour la politique monétaire.

Cela étant, des observations ont été formulées pour faire état d'évolutions encourageantes des perspectives d'inflation, qui ne devaient pas être négligées, notamment sur la base des mesures de l'inflation sous-jacente. Il a été souligné que les projections de décembre 2015 tablent sur une inflation sous-jacente évoluant globalement dans le sens des anticipations ressortant des projections de septembre 2015. L'inflation sous-jacente attendue à la fin de l'horizon de projection est désormais un peu plus forte que dans l'exercice de septembre. Par ailleurs, malgré le dernier résultat décevant fourni par l'estimation rapide d'Eurostat relative à l'inflation en novembre, qui a concerné également l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (après une bonne surprise pour l'estimation d'octobre), le taux de l'inflation sous-jacente continue dans l'ensemble d'augmenter progressivement, et si ce rythme de progression se maintenait au cours des 18 mois à venir, le taux de l'inflation sous-jacente pourrait atteindre quelque 1,5 %, ce qui serait conforme à sa moyenne historique.

On a également pu observer plusieurs signes positifs s'agissant du risque de déflation et de l'ancrage des anticipations d'inflation. Il a été avancé qu'avec la poursuite de la reprise conjoncturelle, la probabilité d'évolutions extrêmes, comme une véritable déflation, diminuait. Cette analyse est confortée par les résultats d'enquêtes sur la distribution des anticipations d'inflation. Il a également été observé que si les anticipations d'inflation fondées sur les marchés étaient inférieures à l'objectif d'inflation de la BCE, cela n'indiquait pas nécessairement une perte d'ancrage des anticipations. Cela pourrait également être dû à des primes de risque d'inflation négatives et variables dans le temps, susceptibles d'expliquer aussi les écarts entre les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes, qui étaient stables à quelque 1,9 %, et les mesures correspondantes fondées sur les marchés, qui étaient inférieures. Dès lors, une certaine prudence s'impose pour l'interprétation des mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés. Des réserves ont été formulées notamment à propos du taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, compte tenu de l'attention portée à cette mesure par les marchés pour évaluer la politique de la BCE, ce qui pourrait en affaiblir le contenu informatif. Il a également été noté que la sensibilité des anticipations d'inflation aux variations à court terme de l'inflation ou aux évolutions macroéconomiques inattendues n'avait pas augmenté significativement au troisième trimestre 2015. Enfin, il reste à vérifier si l'incidence des effets de base sur l'inflation totale au cours des prochains mois aura quelque conséquence sur les anticipations des marchés en matière d'inflation.

Globalement, compte tenu de l'ensemble des opinions exprimées, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'on a assisté à une nouvelle détérioration des perspectives d'inflation, même si l'on peut s'attendre à un renforcement de l'inflation dans la zone euro ; dès lors, le retour de l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % sera probablement plus long qu'anticipé précédemment. Les risques entourant les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH ont aussi été jugés comme restant globalement orientés à la baisse.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation, présentée par M. Praet dans son introduction, selon laquelle les dynamiques de la monnaie et du crédit ont continué de se redresser, soutenues par les faibles rendements des autres actifs et les mesures de politique monétaire en

place, en ligne avec la reprise progressive de l'économie et montrant que la transmission monétaire se renforçait. S'agissant de l'incidence de l'APP sur les agrégats monétaires, il a été noté que l'essentiel des achats déjà effectués semblaient avoir été le fait de non-résidents, ce qui tend à indiquer que l'incidence sur la création monétaire au sein de la zone euro est modérée tandis que le canal du taux de change joue un rôle relativement plus important. Il a aussi été remarqué qu'en cas de faible confiance parmi les emprunteurs et les prêteurs, l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt a tendance à être très élevée, limitant l'efficacité de la transmission monétaire et imposant de recourir à des mesures supplémentaires dans d'autres domaines.

La dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif, amorcé début 2014, les crédits accordés tant aux entreprises qu'aux ménages continuant de progresser. Cette évolution a été soutenue par l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire et par la transmission des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014, qui ont contribué à des conditions d'emprunt et des critères d'octroi favorables pour les entreprises et les ménages. Les contraintes pesant sur l'offre de crédit se sont atténuées du côté des banques. Il a été fait référence à l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro (enquête SAFE), dans laquelle les PME ont fait état d'une amélioration de la disponibilité des sources de financement externe et de la volonté des banques d'octroyer des crédits. Cette évolution se reflète également dans les modalités plus favorables appliquées par les banques pour l'octroi de crédits. Cependant, malgré ces améliorations, les évolutions des prêts bancaires ont continué de refléter une demande de crédit toujours atone, le risque de crédit et la persistance d'un besoin d'ajustement des bilans des secteurs financier et non financier, lié en particulier au niveau encore élevé des créances douteuses.

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 dans l'ensemble partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction, selon laquelle les dernières projections des services de l'Eurosystème, qui prenaient en compte les évolutions favorables observées sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire en octobre, confirment une reprise modérée, mais indiquent encore des risques à la baisse persistants pesant sur les perspectives d'inflation et une dynamique de l'inflation légèrement plus faible qu'attendu auparavant, également après des révisions à la baisse lors des exercices de projection antérieurs. Dans ce contexte, il a été jugé largement justifié de prendre des mesures visant à recalibrer l'orientation de la politique monétaire pour favoriser le retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % et d'ancrer ainsi les anticipations d'inflation à moyen terme. L'ensemble de mesures proposées a été largement considéré comme renforçant les conditions financières actuellement accommodantes, accroissant encore l'assouplissement sensible qui découle des mesures prises depuis juin 2014 et, de ce fait, raffermissant le rythme de la reprise économique au sein de la zone euro et consolidant sa capacité de résistance face aux chocs économiques mondiaux observés récemment.

Dans le cadre du réexamen du degré d'orientation accommodante de la politique monétaire, un large consensus s'est dégagé sur l'efficacité des mesures de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014

qui ont eu une forte incidence favorable sur les conditions de financement et ont soutenu le crédit et l'économie réelle. Les effets des mesures de politique monétaire semblent se faire progressivement sentir *via* la chaîne de transmission, les répercussions sur les variables intermédiaires s'étant renforcées. Cela est attesté par la contraction des taux d'intérêt à très court terme résultant de l'augmentation des niveaux d'excédent de liquidité, par des améliorations des conditions de financement concernant les entreprises (y compris les PME) et les ménages, ainsi que par des évolutions favorables de la monnaie et du crédit.

L'incidence des mesures est également perceptible dans d'autres variables plus larges des marchés financiers, à savoir les marchés des actions et des obligations, où les prix ont augmenté depuis l'introduction des mesures de politique monétaire mises en œuvre en juin 2014, ainsi que dans les évolutions du taux de change. Bien que la répercussion intégrale de ces mesures demande davantage de temps, leur incidence est également déjà observable dans des variables finales comme la croissance et l'inflation. Les mesures de relance monétaire qui ont été introduites ont généralement été jugées comme l'un des principaux facteurs à l'origine de la reprise actuelle et ont contribué à stopper la poursuite de la désinflation et à stabiliser les anticipations d'inflation.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'en présence de tensions toujours faibles sur les prix et d'une reprise encore modérée, le degré actuel de politique monétaire accommodante n'était pas suffisant pour ramener l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, avec suffisamment de confiance. Il a été rappelé que, lors des réunions de politique monétaire de début septembre et fin octobre, le Conseil des gouverneurs avait déjà exprimé des inquiétudes à propos d'une remontée plus lente des taux d'inflation et d'une accentuation des risques à la baisse pesant à la fois sur les perspectives de croissance et d'inflation par rapport aux anticipations antérieures, en mars 2015, lors du lancement de l'APP. Alors qu'à ce moment-là il avait été jugé prématuré de tirer des conclusions fermes quant à une éventuelle incidence durable de ces évolutions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme et qu'il avait été convenu de réexaminer le degré d'orientation accommodante de la politique monétaire lors de cette réunion, les informations engrangées depuis indiquent que la dynamique de l'inflation reste plus faible qu'attendu auparavant, avec notamment une faiblesse marquée de l'activité et des effets défavorables liés à l'environnement extérieur qui continuent de peser sur les tensions sur les prix dans un environnement où l'inflation est proche de zéro et éloignée de l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les projections de décembre 2015 des services de l'Eurosystème ont confirmé une poursuite de la reprise économique légèrement plus faible qu'attendu et fait état d'un nouveau ralentissement de la hausse des taux d'inflation, constituant globalement une révision importante des perspectives d'inflation par rapport à celles envisagées au moment du lancement de l'APP, avec la persistance de risques à la baisse.

Dans ce contexte, la plupart des membres du Conseil ont jugé qu'un recalibrage de l'orientation actuelle de la politique monétaire était justifié pour assurer le retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % et ancrer ainsi les anticipations d'inflation à moyen terme. La nouvelle détérioration des perspectives d'inflation a encore prolongé la période où l'inflation est restée éloignée de l'objectif de la BCE et, de ce fait, a de nouveau fait reculer l'horizon auquel on pouvait espérer l'atteindre. Le renforcement de la

politique monétaire lors de la présente réunion est donc justifié pour réaffirmer avec fermeté l'engagement du Conseil des gouverneurs concernant l'orientation future de la politique monétaire ainsi que son engagement symétrique à faire le nécessaire pour atteindre son objectif de stabilité des prix.

Il a également été avancé que dans les circonstances présentes, le risque associé à l'inaction était nettement supérieur à celui lié à l'action. En particulier, la possibilité d'une dérive baissière des anticipations d'inflation pourrait se révéler difficile à inverser et une absence d'action lors de la présente réunion risquerait de susciter des doutes quant à la détermination du Conseil des gouverneurs à mettre en œuvre l'APP jusqu'à la réalisation d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. Dans le même temps, il a été souligné que l'adoption de mesures de politique monétaire ne devait pas être comprise à tort comme étant indûment influencée par les anticipations actuelles des marchés. Au contraire, elle doit être vue comme conforme à la communication récente du Conseil des gouverneurs et à sa fonction de réaction aux perspectives d'inflation.

Certains membres ont estimé insuffisants les éléments allant dans le sens d'un recalibrage de la politique monétaire au cours de cette réunion, comme l'a proposé M. Praet, en particulier lorsque l'on évalue la nécessité d'en accentuer l'orientation accommodante sur la base des données disponibles, de son efficacité potentielle et de ses possibles effets secondaires. La balance des risques ne s'est pas réellement détériorée depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre et aucune réorientation marquée des perspectives d'inflation justifiant des mesures urgentes n'a été observée. Les données récentes relatives au climat des affaires, à l'emploi et au chômage ont fourni, dans l'ensemble, des informations plus positives que négatives, dénotant la poursuite d'une solide reprise conjoncturelle. Alors que l'inflation était effectivement faible et appelée à n'augmenter que de façon graduelle, les indicateurs de l'inflation sous-jacente se sont inscrits sur une tendance haussière régulière et les anticipations d'inflation se sont stabilisées.

Dans ce contexte, il a été indiqué que les mesures existantes allaient dans la bonne direction et, qu'avant d'adopter des mesures supplémentaires, il fallait leur accorder plus de temps pour que leurs effets se fassent pleinement sentir, compte tenu des délais habituellement longs et variables de la transmission de la politique monétaire qui pourraient ne pas avoir été entièrement pris en compte dans les projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème. Même si l'inaction risquait de décevoir les attentes des marchés, les conditions financières reflétaient également en partie les anticipations de resserrement de la politique monétaire aux États-Unis et il a fallu prendre soin d'éviter une circularité entre les mesures de politique monétaire et les anticipations des marchés. La poursuite d'une forte extension des achats d'actifs est apparue aujourd'hui prématurée et pourrait être reconsidérée ultérieurement, ce qui permettrait une analyse et une évaluation supplémentaires bien avant la fin du programme, actuellement prévue pour septembre 2016.

Certains de ces membres ont également attiré l'attention sur le fait que le jugement sur la nécessité d'agir ne pouvait être séparé de la nature des instruments disponibles restants. En particulier, même s'ils sont considérés comme un outil légitime de la politique monétaire, les achats de dette souveraine ont été vus comme étant associés à des risques et des effets secondaires importants et devraient par conséquent être gardés en réserve en tant que mesure de secours en cas d'évolution extrêmement défavorable de la situation (déflation par exemple) et ne pas être utilisés comme moyen de réglage fin des perspectives d'inflation. Par

conséquent, l'efficacité de mesures de politique monétaire supplémentaires devait être évaluée au regard de leurs coûts et effets secondaires potentiels. S'il a été estimé que les effets bénéfiques des mesures de politique monétaire non conventionnelles affichaient des rendements décroissants, cela ne se vérifie toutefois pas pour leurs effets secondaires, y compris concernant l'incidence sur les incitations à mettre en œuvre des réformes budgétaires, financières et structurelles appropriées. Dans ce contexte, il a été rappelé que la décision de procéder à des achats d'actifs en janvier 2015 s'était accompagnée d'un appel fort à la mise en œuvre de mesures complémentaires dans d'autres domaines de politique économique. Il est apparu que ce soutien en termes de politique économique ne s'était pour l'instant pas suffisamment matérialisé.

En résumé, la plupart des membres ont soutenu le train de mesures proposé par M. Praet, tandis que certains autres n'ont, dans l'ensemble, pas jugé suffisants les arguments en faveur de nouvelles mesures de politique monétaire ou n'étaient prêts à soutenir qu'une partie des éléments mis en avant. Parmi ces derniers, quelques-uns ont exprimé une préférence, si l'accentuation de l'orientation accommodante était considérée comme justifiée, pour des mesures se limitant, lors de la présente réunion, à une baisse du taux de la facilité de dépôt pouvant aller au-delà de la réduction de 10 points de base proposée, et incluant peut-être également la prolongation des procédures d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale.

Concernant les instruments permettant de prendre de nouvelles mesures de politique monétaire, la plupart des membres sont convenus que le train de mesures présenté par M. Praet dans son introduction constitue un recalibrage approprié du degré de l'orientation accommodante de la politique monétaire nécessaire pour garantir le retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Le train de mesures proposé a été jugé correctement équilibré et, bien que situé à l'extrémité basse des anticipations des marchés, le calibrage des mesures a généralement été estimé approprié pour la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de la BCE.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une nouvelle réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt, à - 0,30 %, constituerait une amélioration significative de l'APP, en renforçant les effets du rééquilibrage des portefeuilles. Rendre le taux encore plus négatif, conjointement avec la hausse en cours de l'excédent de liquidité, devrait accroître les incitations à acquérir d'autres actifs à la place des titres achetés par l'Eurosystème. Un nouvel abaissement du taux pourrait également soutenir la volonté des banques de consentir des prêts, sans pour autant avoir d'incidence défavorable excessive sur les marges sur prêts. Les membres du Conseil se sont mis d'accord pour laisser inchangés le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et celui des opérations principales de refinancement.

Une réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt a été jugée peu susceptible d'entraîner des effets secondaires négatifs importants, alors qu'elle présentait en revanche l'avantage de préserver une certaine marge de manœuvre pour de nouveaux ajustements à la baisse, le cas échéant. Toutefois, cette mesure devrait nécessairement être accompagnée d'un suivi attentif de la transmission aux marchés financiers, aux banques et à l'ensemble de l'économie, en raison également des effets défavorables pouvant s'exercer sur la gestion de la liquidité par les banques et sur leur demande de réserves de banque centrale.

Selon certains membres, aller au-delà de la réduction de 10 points de base proposée soulèverait la question de l'accroissement des effets secondaires au fil du temps. Dans ce contexte, l'expérience d'autres banques centrales, dans de plus petits pays, ne s'appliquerait que partiellement. Cela soulèverait notamment des questions touchant à la rentabilité des banques et des autres institutions financières, au nom de laquelle les banques pourraient essayer de compenser leurs pertes potentielles en accroissant leurs marges sur les prêts, entraînant ainsi un resserrement et non un nouvel assouplissement des conditions financières, ainsi que des difficultés concernant la mise en œuvre de l'APP et des TLTRO.

Dans le même temps, certains membres ont exprimé une préférence pour une baisse de 20 points de base du taux de la facilité de dépôt, en vue principalement de renforcer l'effet d'assouplissement de cette mesure et en écho à l'opinion selon laquelle, jusqu'ici, aucun effet négatif important sur les marges bancaires et la stabilité financière n'avait été observé.

Concernant la proposition d'extension de l'APP, le décalage de septembre 2016 à mars 2017 de la date de fin prévue des acquisitions a bénéficié d'un large soutien. Cette extension a été considérée comme appropriée pour accentuer la relance monétaire, les mesures qui affectent directement la courbe des rendements fournissant un potentiel important d'assouplissement monétaire lorsque l'on se situe à la borne inférieure. Une telle extension de la durée de l'APP serait rigoureusement conforme aux indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs, la précédente communication ayant fait de cette durée une condition nécessaire de l'ajustement durable de l'inflation conformément à son objectif d'inflation qui, sur la base des données disponibles, n'était pas atteint à la date prévue de septembre 2016. Lors de l'extension du programme, il a été jugé important de retenir les indications sur la trajectoire future des taux directeurs, qu'elles soient fondées sur le calendrier ou liées aux circonstances, ce qui inclut non seulement l'extension de l'échéance prévue à mars 2017, mais également la réaffirmation que le Conseil des gouverneurs continuera de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire par l'intermédiaire de la poursuite des acquisitions, aussi longtemps que nécessaire pour parvenir à un ajustement durable de l'inflation.

La possibilité d'étendre le volume mensuel d'acquisitions ou bien d'anticiper les achats dans le cadre de l'enveloppe envisagée, afin d'en accentuer l'incidence à court terme, a été également évoquée. De plus, l'option consistant à étendre la durée du programme au-delà des six mois suggérés, afin de porter le volume total d'achats à un niveau supérieur à celui proposé par M. Praet, a été mentionnée. Toutefois, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la conjoncture ne justifie pas de telles mesures, la situation pouvant cependant être réévaluée dans le futur.

Il a été largement convenu d'annoncer le réinvestissement des remboursements du principal des titres achetés dans le cadre de l'APP lorsqu'ils arrivent à échéance et ce, aussi longtemps que nécessaire, ce qui a été jugé contribuer à assurer des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire. Cette mesure a été prise sans préjudice des modalités de suppression progressive du programme, suppression non justifiée pour le moment mais devant être examinée à une date ultérieure. L'annonce d'une politique de réinvestissement lors de la présente réunion fournirait une indication importante sur la trajectoire

future des taux directeurs concernant le montant des acquisitions envisagé et la taille du portefeuille de l'APP dans le futur, par quoi les obligations achetées dans le cadre de l'APP demeureraient au bilan de l'Eurosystème et la taille du portefeuille serait maintenue au niveau atteint à la fin du programme aussi longtemps que la politique de réinvestissement serait mise en œuvre.

Un large consensus s'est également dégagé quant à l'inclusion des obligations des administrations locales et régionales dans la liste des actifs éligibles à l'achat par la banque centrale nationale du pays dans lequel l'administration locale ou régionale concernée est située. Il a été estimé que cette mesure contribuerait à éviter toute tension susceptible de s'exercer sur la disponibilité des titres, notamment en vue de l'extension du programme au-delà de septembre 2016. L'éligibilité de ces obligations serait soumise au niveau minimum habituel de notation de crédit prévu pour les achats d'obligations. Il a été remarqué que la mise en œuvre de cette mesure ne nécessiterait pas un délai d'exécution important et que les achats d'obligations des administrations locales et régionales pourraient commencer début 2016, après modification des actes juridiques concernés. Il a été envisagé que le Conseil des gouverneurs réexamine les paramètres techniques de l'APP au printemps 2016, comme l'a suggéré M. Praet dans son introduction.

Enfin, il a été convenu d'étendre les appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves en 2017, afin de fournir une indication sur la trajectoire future des taux directeurs et de faciliter la mise en œuvre des politiques de taux d'intérêt dans un contexte d'excédent de liquidité abondant. Il a toutefois été remarqué qu'accroître à nouveau la fourniture d'une garantie totale de refinancement aux contreparties, déjà mise en place sur une longue période, prolongerait encore la suspension de la discipline de marché et contribuerait à maintenir le système bancaire dans son état actuel.

Décisions et communication de politique monétaire

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés pour affirmer que des mesures de politique monétaire supplémentaires étaient justifiées : en effet, les dernières informations confirment la crainte apparue en septembre 2015 que l'ajustement des taux d'inflation à un niveau plus proche de 2 % prenne plus de temps qu'anticipé en mars 2015 ainsi que les préoccupations relatives à la persistance de risques à la baisse à la fois sur la croissance et sur l'inflation. Dans le même temps, il a été jugé important de reconnaître les améliorations en cours de l'environnement économique et monétaire, ce qui milite également contre un changement de cap plus prononcé de la politique monétaire. Le train de mesures proposé a pour objet de garantir un degré approprié de politique monétaire accommodante et d'accroître davantage encore l'assouplissement substantiel découlant des mesures prises depuis juin 2014, en conformité avec l'objectif de stabilité des prix. Il renforcerait ainsi la dynamique de la reprise économique de la zone euro et assurerait, en définitive, un retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme et donc l'ancrage en conséquence des anticipations d'inflation.

Il a également été jugé nécessaire d'accorder de la confiance à l'efficacité des mesures existantes de politique monétaire. Il convient de souligner que les mesures de politique monétaire prises depuis juin 2014 ont produit de nombreux effets bénéfiques tangibles, tout particulièrement en termes de coût et de disponibilité des crédits consentis aux sociétés et aux ménages, qui soutiennent la reprise de la croissance et de l'inflation dans la zone euro. Toutefois, le degré actuel d'orientation accommodante de la politique monétaire, qui avait été calibré en fonction des conditions macroéconomiques prévalant début 2015, a été jugé globalement insuffisant au vu de la détérioration des perspectives d'évolution de l'inflation et de la persistance de risques à la baisse pesant sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE.

Un large consensus s'est dégagé sur la nécessité d'axer la communication sur le caractère approprié, au stade actuel, des mesures de politique monétaire prises. Il est également nécessaire de réaffirmer que l'orientation de la politique monétaire restera accommodante aussi longtemps que nécessaire pour garantir un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Le Conseil des gouverneurs continuera à suivre attentivement l'évolution des perspectives pour la stabilité des prix et reste, le cas échéant, disposé à agir et en mesure de le faire en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat, afin de maintenir un degré approprié d'orientation accommodante. En particulier, le Conseil des gouverneurs a rappelé que le programme APP était suffisamment souple, sa taille, sa composition et sa durée pouvant être modifiées.

Enfin, il a été demandé de rappeler avec fermeté aux gouvernements qu'ils étaient chargés d'apporter une contribution décisive au rééquilibrage de l'économie de la zone euro et au soutien de la reprise à l'aide de mesures appropriées. La préoccupation a été soulevée d'une dépendance excessive de la stratégie de croissance de la zone euro à l'égard de la politique monétaire accommodante, transmise notamment par le biais du canal du taux de change. Dans ce contexte, il a été jugé important que les politiques budgétaires soutiennent la reprise économique là où cela est possible, tout en restant conformes au Pacte de stabilité et de croissance. Une mise en œuvre rapide et efficace de réformes structurelles, dans un environnement de politique monétaire accommodante, se traduirait non seulement par une croissance économique soutenable plus élevée dans la zone euro mais susciterait également des anticipations de revenus durablement plus élevés et permettrait aux réformes de faire sentir plus rapidement leurs effets bénéfiques, renforçant ainsi la capacité de résistance de la zone euro aux chocs mondiaux.

En tenant compte des opinions exprimées par le Conseil des gouverneurs, le président a conclu qu'une large majorité des membres votants soutenait la décision de recalibrer l'orientation accommodante de la politique monétaire au vu de l'objectif de stabilité des prix de la BCE, à l'aide du train de mesures proposé, et a pris les décisions suivantes :

premièrement, en ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs de la BCE, il a décidé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,30 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal restent inchangés à, respectivement, 0,05 % et 0,30 % ;

deuxièmement, s'agissant des mesures de politique monétaire non conventionnelles, il a décidé d'élargir le programme APP. Les achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros effectués dans le cadre de ce

programme devraient désormais se poursuivre jusqu'à 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 taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ;

troisièmement, il a décidé de réinvestir les remboursements du principal sur les titres acquis dans le cadre de l'APP à leur échéance, aussi longtemps que nécessaire. Cela contribuerait à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire. Les modalités techniques seront communiquées en temps opportun ;

quatrièmement, dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public, il a décidé d'inclure les titres de dette libellés en euros émis sur les marchés par des administrations régionales et locales situées dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers effectués par les différentes banques centrales nationales ;

cinquièmement, il a décidé de continuer à conduire les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2017.

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/is151203.en.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151203.en.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 2 et 3 décembre 2015

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Bonnici
M. Cœuré
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Jazbec
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Liikanen*
M. Linde
M. Makúch*
M. Mersch
M. Nowotny¹
M. Praet
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Smets*
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Villeroy de Galhau*
M. Visco
M. Weidmann

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

Autres participants

M. Dombrovskis**, vice-président de la Commission
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

** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

¹ Sauf pour la partie de la réunion qui s'est tenue le 3 décembre 2015.

Personnes accompagnantes

Mme Buch

M. Bohnec

M. Carvalho

M. Fagan

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mifsud

M. Mooslechner, suppléant de M. Nowotny²

M. Panetta

M. Pattipeilohy

M. Ramalho, suppléant de M. Costa

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Swank

M. Tavlás

M. Tóth

M. Välimäki

M. Wunsch

² Seulement pour la partie de la réunion qui s'est tenue le 3 décembre 2015.

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 18 février 2016.