



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

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 20 et le jeudi 21 janvier 2016

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

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 du Conseil des gouverneurs les 2 et 3 décembre 2015, les évolutions en Chine se sont répercutées sur l'ensemble des marchés à l'échelle mondiale. Entre autres, l'indice chinois des directeurs d'achat a été plus faible que prévu, ce qui a nourri de nouvelles inquiétudes parmi les intervenants de marché au sujet des perspectives de croissance en Chine et entraîné des sorties de capitaux. Les marchés boursiers chinois ont également connu des baisses très importantes les 4 et 7 janvier 2016.

Les prix du pétrole ont atteint leurs niveaux les plus bas en douze ans et ont poursuivi leur recul, le prix du *Brent* ressortant à 27,9 dollars le baril à la clôture, le 20 janvier 2016. Ce recul semble être imputable à la persistance de déséquilibres entre l'offre et la demande.

Les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans de la zone euro ont de nouveau évolué en phase avec les prix des matières premières. Après la corrélation étroite observée au cours de la période 2014-2015 entre les taux anticipés à cinq ans et le prix au comptant du pétrole, des signes de découplage ont été observés fin 2015. Ce découplage s'est interrompu et les taux anticipés à cinq ans se sont de nouveau inscrits en baisse dans le sillage du recul des prix du pétrole, justifiant une nouvelle analyse.

La conjonction des évolutions en Chine et sur le marché du pétrole a contribué à une plus grande aversion au risque à l'échelle mondiale, notamment dans les économies de marché émergentes. L'impact de ces évolutions sur les économies de marché émergentes s'est manifesté tout d'abord par des pressions sur leurs monnaies, qui se sont traduites soit par une tendance baissière dans le cas des monnaies en régime de flottement, soit par des pressions à la baisse s'agissant des devises à parité fixe. Les devises des pays producteurs de pétrole ont également subi des pressions, les intervenants de marché ayant le sentiment que la dévaluation monétaire était un moyen pour ces économies de s'ajuster à la baisse des prix du pétrole et d'aligner les prix libellés en monnaie locale sur les coûts de production du pétrole.

Les marchés boursiers et les marchés d'emprunts publics mondiaux ont également été affectés. Depuis début décembre, l'indice EuroStoxx 50 a diminué de 17 % environ et l'indice Standard & Poor's 500 de près de 11 %. Parallèlement, l'aversion accrue pour le risque s'est traduite par une nette diminution des rendements aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro. Jusqu'à mi-janvier, les rendements des emprunts publics moins bien notés de la zone euro ont également bénéficié de mouvements de report vers les valeurs refuges.

La reprise du programme étendu d'achats d'actifs (APP) après la période de Noël s'est effectuée sans heurt.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début décembre 2015, les anticipations des marchés concernant les mesures de politique monétaire ont évolué. S'agissant tout d'abord des États-Unis, les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire se sont atténuées, le marché ne tablant, le

20 janvier, que sur un seul relèvement de taux en 2016. L'ensemble de la trajectoire attendue des taux d'intérêt a été révisée nettement à la baisse, décalant de six mois environ le calendrier des mesures de politique monétaire ultérieures. Dans la zone euro, le 20 janvier 2016, les taux anticipés de l'Eonia avaient rejoint, pour la plupart des contrats, les niveaux constatés avant la réunion du Conseil des gouverneurs les 2 et 3 décembre 2015, signe d'une anticipation de mesures supplémentaires par la BCE au premier semestre 2016.

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 croissance mondiale est restée faible et inégale, sur fond d'incertitude accrue ; elle s'est poursuivie à un rythme modéré dans les économies avancées, et les économies de marché émergentes ont connu des évolutions atones. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a légèrement diminué en décembre, tout en demeurant à des valeurs indiquant une expansion. Le commerce mondial a continué de se redresser à partir de bas niveaux, mais à un rythme un peu plus lent cependant. La croissance trimestrielle des importations mondiales de biens s'est ralentie, revenant de 2,3 % en septembre à 1,8% en octobre. L'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a également fléchi en décembre, demeurant toutefois supérieur au seuil de 50, signe d'une poursuite de la croissance du commerce au cours des prochains mois, à un rythme néanmoins modéré.

L'inflation mondiale est restée faible, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'inscrivant à 0,7 % en novembre, après 0,6 % en octobre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est demeurée inchangée par rapport à octobre, à 1,8 %. Depuis début décembre 2015, les prix du *Brent* ont diminué de 36 % pour s'établir aux alentours de 28 dollars le baril, alors que les prix des matières premières hors pétrole n'ont enregistré qu'une légère baisse, de 3 % environ, dans le même temps. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro s'est apprécié de 4,6 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux.

Dans la zone euro, le PIB en volume a continué de progresser à un rythme modéré, avec une hausse de 0,3 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2015, évolution largement attribuable à une consommation privée alimentée par l'augmentation du revenu disponible réel des ménages, tandis que la dynamique de l'investissement est restée atone. La production industrielle (hors construction) a également été faible en novembre, demeurant toutefois légèrement supérieure à sa moyenne du troisième trimestre, sur fond d'informations plus positives ressortant des enquêtes. L'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) ont tous deux été légèrement plus élevés, en moyenne, au quatrième trimestre qu'au troisième trimestre, demeurant supérieurs à leurs moyennes de long terme.

Dans un avenir proche, la consommation privée devrait demeurer le principal moteur de la reprise économique, tandis que la dynamique de l'investissement devrait finir par bénéficier des améliorations progressives de la demande, de l'accroissement des marges bénéficiaires et de l'importante épargne accumulée par les entreprises, ainsi que de la persistance de conditions de financement favorables. Selon l'enquête de janvier sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les conditions d'offre de crédit se sont améliorées, à la fois pour les ménages et pour les entreprises, et la demande de prêts s'est inscrite en hausse, notamment celle émanant des entreprises. Les prévisions de croissance du PIB en volume établies par le secteur privé et d'autres institutions internationales sont demeurées globalement conformes aux projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème. Par exemple, dans l'édition actualisée de janvier 2016 des *Perspectives de l'économie mondiale*, les services du FMI ont révisé à la hausse de 0,1 point de pourcentage leurs perspectives de croissance pour 2016 dans la zone euro, à 1,7 %, confirmant ainsi les projections de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème. En outre, les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2016, publiée le 22 janvier 2016, sont demeurés inchangés par rapport au trimestre précédent et confirment aussi globalement les projections de décembre réalisées par les services de l'Eurosystème.

S'agissant des évolutions récentes des prix, la hausse de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 0,2 % en décembre 2015, après 0,1 % en novembre, soit un taux très inférieur aux prévisions. Cette évolution reflète la nouvelle forte baisse des prix du pétrole et le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, qui ont largement contrebalancé l'effet de base haussier anticipé pour la composante énergie. En décembre, l'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est demeurée stable par rapport à novembre, à 0,9 %, continuant d'osciller dans la fourchette comprise entre 0,9 % et 1,1 % observée depuis août 2015. 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 et les salaires nominaux sont restés faibles. La forte baisse des prix du pétrole et le déplacement vers le bas de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole ont lourdement pesé sur les perspectives d'évolution de l'inflation en 2016 dans la zone euro, accentuant peut-être le risque d'effets de second tour.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, les indicateurs tirés d'enquêtes et fondés sur les marchés ont diminué depuis début décembre 2015. Selon les résultats de la dernière EPP, les anticipations d'inflation s'établissent en moyenne à 0,7 %, 1,4 % et 1,6 % pour 2016, 2017 et 2018, respectivement. Cette évolution représente une révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2016 et de 0,1 point de pourcentage pour 2017. Ces révisions à la baisse par rapport à la précédente campagne d'enquête reflètent essentiellement les évolutions des prix du pétrole et la persistance de faibles coûts de main-d'œuvre. Les anticipations d'inflation moyennes à plus long terme ont été révisées à la baisse pour 2020, de 1,86 % à 1,80 %. Les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans se sont établis à 1,6 %, soit quelque 20 points de base de moins que début décembre 2015. Ce recul reflète en partie la plus faible

dynamique de l'inflation imputable à la nouvelle forte baisse des prix du pétrole. De même, le prix de la protection contre la déflation, tiré des options, a légèrement augmenté par rapport à début décembre.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements dans la zone euro, qui s'était déplacée vers le haut après la réunion du Conseil des gouverneurs début décembre 2015, a de nouveau baissé sur l'ensemble des échéances. Dans le même temps, la pente de la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est accentuée par rapport à l'année dernière, et les marchés ont tablé sur une hausse de l'Eonia dès le premier semestre 2017. Les indices relatifs aux conditions financières globales, qui recouvrent les évolutions des emprunts publics, des marchés boursiers et de change de la zone euro, se sont durcis et les cours de bourse dans la zone euro, notamment des actions du secteur financier, ont fortement diminué dans un contexte d'incertitude accrue à l'échelle mondiale. L'indicateur composite du coût de l'emprunt bancaire pour les sociétés non financières est demeuré globalement inchangé en novembre 2015. Dans l'ensemble, entre août 2008 et novembre 2015, le recul des taux débiteurs des banques a été globalement analogue dans les grands pays de la zone euro, signe d'une amélioration considérable de la transmission de la politique monétaire. En outre, l'écart entre les taux d'intérêt appliqués aux prêts de très faible montant et ceux pratiqués sur les prêts de montant élevé dans la zone euro a encore diminué en novembre. Selon les estimations, le coût nominal global du financement externe pour les sociétés non financières de la zone euro a légèrement augmenté depuis la réunion de début décembre 2015.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la croissance annuelle de M3 est restée soutenue, à 5,1 %, en novembre 2015, après 5,3 % en octobre, grâce au bas niveau des taux d'intérêt et à l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et de l'APP. Outre les composantes les plus liquides contenues dans M3, les achats réalisés dans le cadre de l'APP ont apporté une contribution majeure à la croissance de M3. Dans le même temps, des éléments indiquent que, au cours de la période allant de mars à novembre 2015, les non-résidents et, dans une moindre mesure, les banques - plutôt que les secteurs détenteurs de monnaie - ont été à l'origine de la majorité des cessions nettes réalisées dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public. La dynamique des prêts dans la zone euro a continué de s'améliorer progressivement en novembre 2015, aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) a augmenté, ressortant à 0,9 % après 0,6 % en octobre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a encore progressé, s'établissant à 1,4 % après 1,2 % en octobre.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait devenir modérément expansionniste en moyenne sur la période 2015-2017, en partie sous l'effet des augmentations attendues des dépenses publiques liées à l'ampleur de l'afflux des réfugiés, dont les effets économiques à plus long terme et les implications plus larges pour la politique économique sont difficiles à évaluer au stade actuel.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que, lors de sa réunion de politique monétaire de décembre 2015, le Conseil des gouverneurs avait décidé de recalibrer l'orientation de la politique monétaire au vu de la persistance de faibles tensions sur les prix et de nouveaux risques à la baisse pesant sur la croissance et l'inflation. Les décisions de poursuivre les achats mensuels nets d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros au moins jusque fin mars 2017 et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres venant à échéance aussi longtemps que nécessaire, ont été totalement adéquates.

Les informations devenues disponibles depuis lors ont confirmé que la reprise économique dans la zone euro se poursuivait et que de solides éléments indiquaient que les mesures de politique monétaire mises en œuvre fonctionnaient effectivement. Toutefois, les risques à la baisse se sont à nouveau accentués depuis le début de l'année dans un contexte d'incertitudes accrues concernant les perspectives de croissance des économies de marché émergentes, la volatilité des marchés financiers et les risques géopolitiques. Dans une certaine mesure, les risques que le Conseil des gouverneurs avait déjà identifiés en septembre 2015 et rappelés lors de la réunion de décembre pourraient à présent se matérialiser.

L'inflation est restée plus faible qu'attendu, essentiellement en raison de la nouvelle baisse prononcée des prix du pétrole, mais aussi de la persistance de tensions sous-jacentes modérées sur les prix. Une croissance des salaires plus faible qu'anticipé, conjuguée à la baisse des anticipations d'inflation, pourrait aussi indiquer des risques accrus d'effets de second tour.

Dans le même temps, la situation sur les marchés financiers de la zone euro s'est clairement détériorée depuis la réunion de début décembre du Conseil des gouverneurs, même si l'ampleur et la persistance de ces évolutions sont encore incertaines. Le recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire confirme l'efficacité des mesures de politique monétaire mises en œuvre, mais aussi la nécessité de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer, l'orientation de la politique monétaire lors de la prochaine réunion de politique monétaire, début mars, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE seront disponibles, afin de garantir le retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Parallèlement, des travaux devront être réalisés afin de garantir que toutes les conditions techniques sont en place pour que l'ensemble des options de politique monétaire puissent être mises en œuvre, si nécessaire, et pour évaluer l'efficacité des éventuelles mesures. De plus, afin de renforcer la communication sur la volonté d'agir, si nécessaire, mais aussi pour compenser en partie le durcissement des conditions financières observé depuis la réunion de politique monétaire de décembre, le Conseil des gouverneurs pourrait réaffirmer ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt, en soulignant qu'il s'attendait à un maintien des taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée.

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 ont généralement approuvé l'évaluation des perspectives et des risques concernant l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données récentes ont confirmé que la reprise économique se poursuivait, soutenue essentiellement par la vigueur de la demande intérieure, mais confrontée à une incertitude croissante quant aux perspectives économiques mondiales. Les risques ont été considérés comme plutôt à la baisse et liés, en particulier, à la volatilité accrue des marchés financiers et des matières premières et à la hausse de l'incertitude relative aux perspectives économiques des économies de marché émergentes.

Tandis que certaines données solides récentes étaient légèrement inférieures aux anticipations, la croissance de l'emploi est restée robuste et certains indicateurs relatifs au climat des affaires ont surpris favorablement, affichant une certaine résistance face au renforcement de l'incertitude mondiale. Globalement, ces données récentes indiquaient que l'on continuait de tabler sur une croissance du PIB en volume au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 proche du niveau prévu par les projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème et toujours supérieure aux estimations de croissance potentielle.

L'incidence de la forte baisse récente des prix de l'énergie sur les perspectives d'activité économique dans la zone euro a été soulignée. La baisse des prix de l'énergie a été généralement considérée comme un facteur de soutien à la croissance de la demande dans la zone euro, en particulier *via* son incidence positive sur le revenu réel disponible des ménages et les bénéfices des entreprises. Toutefois, il a aussi été souligné que, du point de vue de l'équilibre général, le récent recul des prix du pétrole devrait être analysé dans le contexte d'un ralentissement de la croissance économique et d'un accroissement de la volatilité et de l'incertitude, son incidence nette pouvant donc être moins positive.

À moyen terme, le scénario de référence pour la croissance du PIB en volume dans la zone euro a été largement considéré comme pratiquement inchangé. Outre l'incidence de la baisse des prix de l'énergie, la reprise devait continuer d'être soutenue par les mesures de politique monétaire adoptées par la BCE depuis mi-2014 et leurs répercussions sur les conditions d'emprunt des ménages et des entreprises, ainsi que par une orientation budgétaire légèrement accommodante. Des préoccupations ont toutefois été formulées selon lesquelles certains risques à la baisse affectant la croissance, décélés lors de la précédente réunion de politique monétaire, ayant trait notamment aux économies de marché émergentes, se sont déjà en partie matérialisés et sont susceptibles d'affecter négativement les perspectives de croissance de la zone euro. L'attention a également été attirée sur la persistance, voire l'accroissement de la dichotomie entre la relative résistance de la demande intérieure et l'affaiblissement de la demande extérieure. À l'avenir, il n'est pas

certain que la robuste croissance de la demande intérieure puisse continuer de compenser la faiblesse de la demande extérieure.

Lors de l'examen plus détaillé des perspectives de la demande extérieure, des inquiétudes ont été exprimées quant à un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale et des échanges internationaux dans un contexte de volatilité accrue des marchés financiers et des matières premières mondiaux et d'affaiblissement de la confiance à l'échelle mondiale. L'environnement s'est détérioré en particulier dans les économies de marché émergentes. La volatilité récente des conditions financières sur les marchés émergents, notamment de fortes baisses sur les marchés boursiers et obligataires locaux, était en partie liée aux anticipations d'un ralentissement plus prononcé dans ces économies. En Chine, le rééquilibrage économique actuel, qui était en soi souhaitable et va dans le sens des appels antérieurs de la communauté internationale, pourrait être plus prononcé qu'attendu et donner lieu à un atterrissage brutal. En outre, les incertitudes géopolitiques mondiales sont restées élevées et se sont encore accrues depuis la réunion de politique monétaire de décembre 2015, en particulier au Moyen-Orient.

S'agissant des économies avancées, certaines évolutions positives ont été soulignées à propos de l'économie américaine, où les données disponibles ont continué de s'améliorer au cours des tout derniers mois. En particulier, les données relatives à l'emploi ont continué de faire état de la robustesse de la reprise économique aux États-Unis. Dans le même temps, les améliorations récentes de l'emploi aux États-Unis se sont révélées fortement concentrées sur les segments à bas salaires de la population active et pourraient donc avoir une incidence limitée sur le revenu disponible et la consommation, malgré une propension à consommer relativement plus forte des salariés à revenus faibles. D'autres facteurs pèsent sur la croissance américaine, notamment l'appréciation effective nominale du dollar et l'incertitude relative au résultat de l'élection présidentielle américaine. Certains économistes de marché ont commencé récemment à débattre de la possibilité d'une récession aux États-Unis courant 2016.

La demande nette d'exportations adressée à la zone euro a aussi été considérée comme étant influencée par les variations du taux de change de l'euro. Depuis la dernière réunion de politique monétaire, le taux de change de l'euro a été relativement stable vis-à-vis du dollar, mais s'est apprécié par rapport aux autres devises, en particulier celles des économies de marché émergentes. Les facteurs à l'œuvre de ces variations ont été l'accroissement des incertitudes entourant les évolutions des marchés émergents et les éventuelles modifications des anticipations concernant la politique monétaire dans le monde entier, ainsi que des facteurs spécifiques comme les préoccupations des marchés relatives au « Brexit » et leur incidence sur la livre sterling.

S'agissant des évolutions de la demande intérieure dans la zone euro, la résistance relative de la consommation privée a été vue comme le principal moteur de la croissance pour la période à venir. Le revenu réel disponible profite du bas niveau de l'inflation et des effets favorables des termes de l'échange après la forte baisse des prix du pétrole, ainsi que des améliorations de la situation sur le marché du travail. De plus, les ménages de la zone euro semblent avoir une propension assez élevée à utiliser leurs récents gains de

revenu réel disponible à des fins de consommation, ainsi que l'indique la stabilité globale du taux d'épargne des ménages observée ces derniers trimestres. Cependant, il a été souligné que la faible inflation et les revenus réels élevés pourraient, quant à eux, induire une baisse des exigences salariales et dès lors modérer la croissance du revenu réel disponible sur la période à venir, agissant ainsi comme un frein sur la consommation.

Les données relatives à la croissance de l'investissement ont été généralement jugées toujours atones. S'agissant de l'investissement des entreprises, il a été avancé que les conditions d'une reprise étaient largement établies, vu le faible niveau des coûts d'emprunt et l'abondante disponibilité du financement interne, elle-même soutenue par le redressement récent des marges bénéficiaires et l'augmentation de la capacité nette de financement du secteur des sociétés non financières ; cela reflète un fort excédent d'épargne face à un investissement faible, ce qui est inhabituel au stade actuel de la reprise économique. De plus, les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro devraient poser les bases de la croissance future de l'investissement. Néanmoins, malgré ces conditions favorables, les investisseurs privés se sont encore montrés prudents, peut-être en raison de l'incertitude et des perspectives atones de la croissance potentielle. En ce qui concerne l'investissement public, il a été noté que les autorités nationales n'utilisaient pas suffisamment la marge de manœuvre budgétaire disponible pour accroître l'investissement public. À l'échelle européenne, le plan d'investissement de la Commission européenne pour l'Europe ne produirait peut-être pas encore de résultats suffisants.

Globalement, les risques pesant sur les perspectives de croissance ont été généralement perçus comme restant à la baisse et comme s'étant accrus depuis la réunion de politique monétaire de décembre 2015. Les risques proviennent essentiellement de l'environnement extérieur et incluent la possibilité d'un ralentissement plus important que prévu de la croissance mondiale, en particulier dans les économies de marché émergentes, et de nouvelles hausses de la volatilité des marchés financiers et des matières premières. Des inquiétudes ont été formulées à propos de la marge de manœuvre relativement limitée des autorités à l'échelle mondiale pour remédier à un scénario de ralentissement prolongé de la croissance allant de pair avec une instabilité des marchés. En parallèle, il a également été souligné que les économies de marché émergentes disposaient toujours d'un large éventail d'instruments disponibles pour contrer toute nouvelle détérioration des conditions économiques ou financières.

Des échanges de vues ont concerné la résistance de la zone euro aux éventuels chocs négatifs en provenance de l'économie mondiale. D'une part, la zone euro a jusqu'ici fait preuve d'un degré de résistance relativement élevé, ainsi que le montrent les indicateurs de confiance disponibles jusqu'à la fin de l'année. D'autre part, les marchés financiers de la zone euro ont été affectés par la récente hausse de l'aversion pour le risque au niveau mondial et certaines préoccupations ont été formulées quant aux effets différents que les chocs mondiaux pourraient de nouveau avoir sur les marchés financiers des différents pays de la zone euro.

Les membres du conseil ont souligné que pour renforcer les perspectives de croissance soutenue du PIB, des mesures déterminées étaient nécessaires, tant à l'échelle européenne qu'au niveau national. En particulier, la

marge de manœuvre budgétaire disponible devrait être utilisée pour encourager l'investissement productif et il est important de rappeler que l'assainissement budgétaire doit être mené dans une optique propice à la croissance. Il a été suggéré que les autorités compétentes pourraient étudier les possibilités d'allègement de la fiscalité sur le travail en la reportant sur la consommation. S'agissant des réformes structurelles, il a été jugé important de poursuivre les progrès dans ce domaine afin de renforcer la croissance potentielle et d'encourager l'investissement privé. Enfin, au niveau européen, des progrès dans l'approfondissement des réformes en matière de gouvernance ont été qualifiés d'importants pour renforcer la confiance et remédier aux éventuels chocs externes négatifs.

L'analyse des perspectives d'évolution et des risques concernant les prix dans la zone euro, présentée par M. Praet dans son introduction, a reçu une large approbation. La hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 0,2 % en décembre 2015, nettement en dessous de la trajectoire ressortant des projections de décembre 2015, en raison principalement du fort recul des cours du pétrole et d'une hausse des prix des services moins importante que prévu. Les récentes variations des cours du pétrole devraient se traduire par une évolution nettement plus faible de l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH en 2016, qui pourrait devenir négative durant plusieurs mois. À moyen terme l'inflation devrait remonter, en ligne avec le scénario de référence d'une poursuite de la reprise économique. La balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation a été jugée comme orientée à la baisse, la période de faiblesse prolongée de l'inflation totale pouvant affecter l'inflation sous-jacente et déclencher des effets de second tour, qu'il convient de surveiller attentivement. Une analyse plus approfondie sera fournie par les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE et par l'évaluation monétaire trimestrielle des services de la BCE.

Pour évaluer les perspectives d'évolution des prix, il a été jugé important de mieux comprendre les déterminants des évolutions des prix de l'énergie. D'une part, il a été souligné que la faible élasticité-prix de l'offre de pétrole signifie que les capacités de production ne s'ajustent pas rapidement à la baisse de la demande, ce qui laisse penser qu'une période prolongée de bas niveau des cours du pétrole, voire une nouvelle baisse, n'est pas à exclure. Une rupture structurelle de la relation entre volumes et prix a été observée, qui pourrait s'expliquer par des facteurs géopolitiques, l'importance croissante du pétrole de schiste et la moindre capacité de l'OPEP à imposer ses prix. D'autre part, il a été avancé que l'excédent d'offre actuellement observé aurait commencé à se réduire selon certains indicateurs et pourrait se dissiper plus vite que prévu, même si les indications isolées d'un ajustement important de l'investissement et de l'emploi dans l'industrie pétrolière ne semblent pas s'être encore traduites par de fortes réductions de l'offre. Cela signifie qu'une correction ultérieure à la hausse ne peut pas non plus être exclue. Enfin, la question de l'existence d'un plancher technique de prix du pétrole, qui reflèterait la structure des coûts du côté de l'offre, a été soulevée.

Un autre élément qui nécessite une analyse plus approfondie est l'incidence d'une faiblesse prolongée de l'inflation totale sur l'inflation sous-jacente. Des préoccupations ont été exprimées quant à la faiblesse persistante des mesures de l'inflation sous-jacente et à l'interruption depuis l'été 2015 du mouvement de

remontée. Ces évolutions s'expliquent par les effets directs et indirects du bas niveau des prix de l'énergie, entre autres facteurs. Dans les données relatives à l'IPCH de décembre 2015, par exemple, la hausse des prix des services moins importante que prévu découle dans une large mesure de la baisse des coûts de transport. Au cours de la période à venir on doit s'attendre à ce que ces effets directs et indirects du recul des prix de l'énergie continuent à se répercuter *via* diverses composantes de l'IPCH et puissent ainsi également avoir une incidence sur l'inflation sous-jacente.

Cela étant, certains arguments ont également été avancés en faveur d'une relative stabilité, voire d'une nouvelle remontée, de l'inflation sous-jacente au cours de la période à venir. Il a été fait référence à la hausse des prix à la production, qui a quelque peu rebondi malgré le récent recul des prix de l'énergie, et au déflateur du PIB, qui indique une inflation sous-jacente légèrement supérieure et laisse présager un potentiel de hausse pour l'IPCH futur si les deux mesures convergent à moyen terme, comme cela a généralement été le cas dans le passé. L'inflation sous-jacente devrait également renouer avec la hausse car le secteur privé a retrouvé sa capacité à imposer ses prix au fil du temps et continue de reconstituer ses marges.

Outre les effets directs et indirects de la faiblesse des prix de l'énergie, les membres du Conseil ont examiné le risque que la période prolongée de bas niveau de l'inflation totale dans la zone euro puisse modifier la dynamique des salaires et déclencher des effets de second tour.

D'une part, l'argument a été avancé que la progression relativement modérée des salaires au cours des derniers mois ne devait pas en elle-même être considérée comme l'indication directe d'effets de second tour, mais pouvait tout aussi bien refléter l'effet décalé d'ajustements nécessaires, passés ou en cours, des prix et des salaires relatifs dans les économies de la zone euro pour retrouver de la compétitivité et soutenir l'emploi. Dans ce contexte, il a été estimé que la modération salariale reflétait l'incidence de réformes structurelles antérieures, ainsi que l'attention croissante portée par les partenaires sociaux à la nécessité de préserver la croissance de l'emploi, qui doit également être considérée en liaison avec le ralentissement associé de la productivité du travail qu'il convient de prendre en compte pour l'évaluation des perspectives d'évolution des prix.

D'autre part, des préoccupations ont été formulées selon lesquelles la récente dynamique des salaires pourrait faire apparaître les signes naissants d'effets de second tour, la dynamique pouvant dès lors être déterminée de plus en plus par les taux d'inflation antérieurs. Il a été fait référence aux indications découlant de récentes dispositions contractuelles concernant les salaires dans un pays de la zone euro. De plus, si le processus récent de fixation des prix reste cohérent avec un grand nombre d'estimations de la courbe de Phillips, il semble également que les résultats se situent dans la partie inférieure du champ des estimations.

L'attention a également été attirée sur l'évolution des anticipations d'inflation, qui ont fléchi depuis la dernière réunion d'après les mesures tirées d'enquêtes issues de la dernière campagne de l'EPP et les mesures fondées sur les marchés, présentées en introduction par M. Cœuré et M. Praet. Dans ce contexte, il a été noté que les mesures des anticipations d'inflation avaient récemment été de nouveau fortement influencées par les cours du pétrole. Il a toutefois été également rappelé que la prudence était de mise dans l'utilisation des

mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés, car elles semblent lourdement affectées par les primes de risque et les primes de liquidité.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. L'agrégat large (M3) a enregistré un taux de croissance annuel robuste, qui continue d'être soutenu principalement par ses composantes les plus liquides. Il est apparu que les données récentes confirmaient les signaux positifs découlant des évolutions monétaires, soutenus par la faiblesse des coûts d'opportunité et les mesures de politique monétaire en vigueur. Il a été rappelé que l'analyse menée dans le cadre du pilier monétaire fournissait habituellement des informations sur les perspectives d'évolution des prix à la consommation, mais était également pertinente pour évaluer les évolutions des prix des actifs et des prix de l'immobilier résidentiel.

La dynamique des prêts aux sociétés non financières et aux ménages s'est encore raffermie, d'après les dernières données de novembre 2015, et les conditions de crédit ont poursuivi leur amélioration, à la faveur de la répercussion effective des mesures de politique monétaire prises depuis juin 2014 sur le coût du crédit. L'enquête de janvier 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro va dans le sens d'une poursuite de l'amélioration de la demande de prêts bancaires, soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt, les besoins de financement à des fins d'investissement et les perspectives du marché de l'immobilier résidentiel. Les critères d'octroi ont enregistré une nouvelle détente pour les crédits aux entreprises, notamment sous l'effet du renforcement des pressions concurrentielles dans la banque de détail, et ont renoué avec un assouplissement net pour les prêts au logement consentis aux ménages. Il a été souligné que les évolutions du crédit restaient sur la voie d'une reprise graduelle depuis début 2014 et, que si la croissance de la monnaie et celle du crédit n'étaient pas encore à des niveaux signalant l'existence de tensions inflationnistes, les indicateurs étaient orientés à la hausse.

Sur fond de préoccupations récentes des marchés concernant des parties du secteur bancaire dans certains pays de la zone euro, qui pourraient avoir des incidences sur leur capacité de prêt au cours de la période à venir, une remarque a été émise selon laquelle, dans une large mesure, ces préoccupations avaient résulté d'une perception erronée des activités de contrôle permanent s'agissant des pratiques des banques en matière de gestion des créances douteuses et de la nécessité pour le secteur bancaire de s'adapter au nouvel environnement réglementaire. Dans ce contexte, il a été considéré comme important de contrer la perception erronée selon laquelle cela se traduirait par des exigences de provisionnement ou de fonds propres supplémentaires. Tous les acteurs à l'échelon européen et national ont été invités à coopérer étroitement et à communiquer clairement, conformément aux responsabilités qui leur ont été attribuées dans le nouveau cadre réglementaire et de supervision. Il a également été demandé aux gouvernements de la zone euro de prendre les mesures nécessaires à la réalisation complète de l'union bancaire.

Dans ce contexte, il a été rappelé que l'évaluation complète de 2014 avait été essentielle pour identifier les vulnérabilités du secteur bancaire et y remédier, avait contribué à instaurer la confiance et avait renforcé les bilans des banques, soutenant ainsi les conditions globales d'octroi des prêts et la distribution de crédit. Pour

autant, il a été noté que les ajustements de stocks dans les bilans du secteur financier, liés aux reliquats de dette, étaient toujours d'actualité et que le rétablissement complet du secteur bancaire prendrait du temps.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Même si les données disponibles ont confirmé la poursuite d'une reprise modérée et ont fourni des éléments probants montrant que les mesures de politique monétaire sont en train d'agir comme on pouvait l'espérer, les risques à la baisse se sont à nouveau accentués dans un contexte d'incertitudes accrues liées aux perspectives de croissance des économies de marché émergentes, à la volatilité des marchés financiers et des matières premières et aux risques géopolitiques. De plus, la dynamique de l'inflation est demeurée plus faible que prévu ce qui, conjugué au recul des anticipations d'inflation, a accentué le risque d'effets de second tour. Il a donc été préconisé de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer, l'orientation de la politique monétaire lors de la prochaine réunion de politique monétaire début mars, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE seront disponibles. En outre, il convenait de réaffirmer que les taux directeurs seraient maintenus à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Parallèlement, des travaux doivent être réalisés afin de garantir que toutes les conditions techniques sont en place pour que l'ensemble des options de politique monétaire puissent être mises en œuvre, si nécessaire.

Sur la base des informations disponibles début 2016, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement convenu que les dernières données étaient cohérentes avec la poursuite d'une transmission efficace des mesures de politique monétaire adoptées depuis mi-2014. Les mesures de relance introduites ont contribué à améliorer les conditions financières et la distribution du crédit, soutenant l'économie réelle, et ont renforcé la résistance de la zone euro aux chocs économiques observés récemment au niveau mondial. En particulier, ces mesures ont contribué à assouplir les conditions d'emprunt pour le secteur privé et ont encouragé la création de prêts. Le canal du taux de change a également été considéré comme jouant un rôle important dans la transmission des mesures de politique monétaire à l'économie au sens plus large. Il a été observé que ce canal s'était toutefois affaibli plus récemment en raison notamment de la dépréciation des monnaies des économies de marché émergentes.

Les décisions prises par le Conseil des gouverneurs début décembre 2015 de repousser la date de fin prévue pour les achats mensuels nets d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros au moins jusqu'à fin mars 2017 et de réinvestir les remboursements au titre du principal sur les titres venant à échéance aussi longtemps que nécessaire ont été jugées adéquates. Il a été fait référence au chiffre cité par le président lors de son discours à New York début décembre, qui indiquait que l'extension des achats nets au moins jusqu'à mars 2017 et la politique de réinvestissement permettraient d'apporter quelque 680 milliards d'euros de liquidités au système d'ici 2019, ce qui représente environ les deux tiers de la taille de l'APP étendu telle qu'elle avait été décidée à l'origine en janvier 2015. Cela contribuerait à une situation d'excédent de liquidité important sur le marché

monétaire de la zone euro durant une période prolongée et renforcerait donc les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*).

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur le fait que depuis le début de cette année, les risques à la baisse s'étaient de nouveau accentués. Même si la reprise économique résiste bien dans la zone euro et si les conditions de financement sont demeurées favorables dans l'ensemble, l'environnement extérieur a été caractérisé par une incertitude accrue liée aux perspectives de croissance des économies de marché émergentes, à la volatilité des marchés financiers et des matières premières et aux risques géopolitiques. Dans cet environnement, la dynamique de l'inflation est restée plus faible que prévu dans la zone euro. Des signes plus tangibles ont de nouveau montré que les révisions successives à la baisse des perspectives d'inflation se répercutaient sur les anticipations d'inflation, entraînant une nouvelle hausse de la probabilité que l'économie de la zone euro demeure dans un environnement de faible inflation sur une période prolongée.

Compte tenu des incertitudes et de la volatilité actuelles, les membres du Conseil ont estimé qu'il était prématuré, lors de la présente réunion, de tirer des conclusions sur les mesures à adopter et de débattre des options précises qui pourraient être prises si nécessaire. Au lieu de cela, une nouvelle analyse approfondie a été demandée pour début mars, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques, y compris celles portant sur 2018, et l'examen trimestriel actualisé de la situation monétaire, réalisés par les services de la BCE, seront disponibles. Les débats bénéficieraient alors d'un tableau plus complet de la situation économique et des perspectives d'évolution des prix à moyen terme, avec notamment une analyse plus approfondie des éventuels effets de second tour.

Dans ce contexte, il y a eu un échange de vues sur la manière appropriée de gérer la montée des risques et de l'incertitude. On a fait remarquer que, dans une situation où les risques étaient essentiellement orientés à la baisse et où de nouveaux risques à la baisse apparaissaient, il serait préférable d'agir de façon préventive, en prenant en compte les risques émergents plutôt que d'attendre que ceux-ci se soient complètement matérialisés. Toutefois, une remarque a également été faite appelant à la prudence vis-à-vis de l'adoption d'une approche de la politique monétaire explicitement fondée sur les risques, déterminée principalement par des motivations « d'assurance », compte tenu des difficultés à évaluer, à se mettre d'accord et à communiquer sur les risques extrêmes.

Dans ce contexte, il a été jugé nécessaire de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer, l'orientation de la politique monétaire lors de la prochaine réunion de politique monétaire début mars, comme cela avait été suggéré par M. Praet dans son introduction. Dès lors, il s'est avéré nécessaire de renforcer l'engagement par lequel le Conseil des gouverneurs indique sa volonté et sa capacité de prendre de nouvelles mesures de politique monétaire, si nécessaire, en réaffirmant que le Conseil dispose d'une large palette d'instruments et d'outils. À cet égard, une nouvelle analyse technique a été demandée afin que le Conseil des gouverneurs puisse mieux comprendre l'efficacité des instruments disponibles et prendre en compte les éventuels effets secondaires. Il a été conclu que des travaux devaient être réalisés afin de garantir que toutes les conditions

techniques sont en place pour que l'ensemble des options de politique monétaire puissent être mises en œuvre, si nécessaire.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que l'accent devait être mis sur une communication appropriée. Il s'agit de transmettre l'évaluation du Conseil des gouverneurs en se gardant de toute complaisance vis-à-vis de la détérioration des perspectives d'évolution des prix mais tout en évitant également de véhiculer un message indûment pessimiste, susceptible de contribuer à une dynamique qui s'auto-alimenterait. Le Conseil des gouverneurs doit trouver le juste équilibre entre signaler clairement sa pleine capacité, sa volonté et sa détermination à agir et, dans le même temps, ne pas laisser penser que des mesures ont déjà été décidées alors que l'environnement économique demeure très mouvant. À cet égard, il a été mentionné que le discours prononcé à New York par le président début décembre 2015 contenait des messages importants susceptibles d'être repris dans une communication commune, tout en tenant compte de l'évolution des conditions. Le Conseil des gouverneurs a dû réaffirmer que la politique monétaire était fermement déterminée à parvenir à des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Il a dû souligner l'efficacité des instruments mis en œuvre depuis mi-2014, et rappeler qu'une part importante de l'assouplissement monétaire restait à venir, et que cela prendrait du temps pour que ses effets se fassent pleinement sentir et se répercutent sur l'économie de la zone euro. De plus, il a été nécessaire de réaffirmer que si le Conseil des gouverneurs devait intensifier le recours aux différentes options de politique monétaire dont il dispose pour remplir sa mission de maintien de la stabilité, il n'hésiterait pas à le faire. Il a fallu redonner l'assurance que le Conseil des gouverneurs disposait d'un éventail d'instruments pour répondre aux différentes situations et qu'il n'existait pas de limite à sa volonté de déployer ces instruments dans le cadre de son mandat pour atteindre l'objectif de taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cela contribuerait à ancrer les anticipations d'inflation et soulignerait les différences significatives entre les principales économies avancées en matière de cycle de la politique monétaire. Dans le même temps, il convient d'éviter, par une communication appropriée, que les marchés forment des anticipations injustifiées ou excessives au sujet des futures mesures de politique monétaire, en gardant à l'esprit la volatilité des marchés constatée autour de la réunion de politique monétaire de décembre 2015. La politique monétaire de la BCE doit être prévisible, mais, tout en véhiculant l'idée que le Conseil des gouverneurs est actif et vigilant, elle ne doit pas être perçue comme faisant l'objet d'un engagement préalable ou comme étant destinée à répondre aux attentes injustifiées qui prévalent sur les marchés. Il a été souligné que la politique monétaire de la BCE était déterminée par les données et que de nouvelles analyses et de nouvelles informations devaient être réunies pour un réexamen complet de l'orientation de la politique monétaire lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Les membres du Conseil sont convenus avec M. Praet que les indications sur la trajectoire futures des taux d'intérêt devaient être réaffirmées dans la communication du Conseil des gouverneurs. Cela permettrait de rassurer les marchés quant à la nécessité de maintenir pendant longtemps l'orientation accommodante actuelle de la politique monétaire et contribuerait ainsi à garantir des conditions financières favorables au-delà du court terme, avec également le soutien de la politique de réinvestissement décidée en décembre 2015. Il a

par conséquent été décidé de se référer de nouveau expressément à la formulation des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt qui avait été utilisée pour la dernière fois sous cette forme dans la déclaration introductive du président en mai 2014, quand le Conseil des gouverneurs s'attendait à un maintien des taux directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée.

Afin de renforcer l'engagement de la BCE envers son objectif de stabilité des prix, il a été jugé nécessaire de réaffirmer avec fermeté la fidélité du Conseil des gouverneurs à sa stratégie de politique monétaire et son engagement symétrique à faire tout ce qui est nécessaire pour atteindre son objectif déclaré de parvenir à une hausse de l'IPCH inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme. Même si l'inflation pourrait s'écarter de cet objectif en raison d'évolutions à court terme et de chocs économiques, des écarts plus durables pourraient être interprétés à tort comme une absence de volonté d'agir ou comme un manque d'efficacité de la politique monétaire. À cet égard, l'opinion a été émise qu'afin de contrer les perceptions erronées d'une interprétation asymétrique et de souligner la symétrie du mandat de la BCE, il semblait logique, dans une perspective à moyen terme, qu'après une période prolongée d'inflation en deçà de son objectif, le Conseil des gouverneurs envisage pour l'avenir un dépassement de l'objectif durant une période limitée.

Un consensus s'est dégagé sur le fait que dans les circonstances actuelles, le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer avec force son engagement à faire tout ce qui est nécessaire pour atteindre son objectif déclaré de parvenir à une hausse de l'IPCH inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme, comme communiqué après l'évaluation de la stratégie de politique monétaire en 2003, pour plusieurs raisons qui sont restées valables. Ces raisons avaient trait notamment à la nécessité d'une marge de sécurité pour se prémunir contre d'éventuels risques de déflation, à l'existence potentielle d'un biais faible, mais positif, de la mesure de l'inflation et au besoin de permettre une marge qui faciliterait les ajustements de prix dans une union monétaire.

Tandis que la politique monétaire se devait d'être axée en permanence sur le respect de son objectif de stabilité des prix, il a été fermement demandé que d'autres domaines de la politique économique accélèrent de façon décisive leurs efforts pour renforcer les perspectives d'une croissance durable dans la zone euro, hors du champ de la politique monétaire. Dans le même temps, il a été souligné que les différents domaines de la politique économique devaient apporter une contribution cohérente dans leurs domaines de responsabilité respectifs et qu'un effort concerté était nécessaire. Il a été souligné qu'un environnement caractérisé par une orientation très accommodante de la politique monétaire avait des effets favorables sur les budgets des États et que la politique budgétaire pourrait jouer un rôle pour soutenir la reprise *via* une structure propice à la croissance, un rééquilibrage budgétaire et une augmentation de l'investissement public, tout en demeurant pleinement conforme au Pacte de stabilité et de croissance. De même, la politique monétaire de la BCE a également offert aux gouvernements un environnement favorable pour réaliser des progrès en matière de réformes structurelles afin de stimuler la création d'emplois et de renforcer le potentiel de croissance dans la zone euro. La mise en œuvre rapide et efficace de ces réformes, 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. Enfin, il est important que les gouvernements de la zone euro réalisent de nouvelles avancées vers une gouvernance économique européenne commune et plus intégrée, œuvrant à la réalisation de l'UEM telle que définie dans les propositions formulées dans le rapport des cinq présidents.

Décisions de politique monétaire et communication

En tenant compte des opinions exprimées par les membres du Conseil des gouverneurs, fondées sur l'examen régulier de la situation économique et monétaire qui sous-tend les perspectives à moyen terme en matière de stabilité des prix, le président a constaté que le Conseil des gouverneurs était unanime pour conclure que l'orientation de la politique monétaire devrait être réexaminée, et éventuellement reconsidérée, lors de la prochaine réunion de politique monétaire début mars 2016, lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE seront disponibles, afin de garantir un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. De plus, il a été réaffirmé que les taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Dans le même temps, même si les achats d'actifs se poursuivent sans difficulté, des travaux doivent être réalisés afin de garantir que toutes les conditions techniques sont en place pour que l'ensemble des options de politique monétaire puissent être mises en œuvre, si nécessaire.

Sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs 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 - 0,30 %.

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

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160121.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160121.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 20 et 21 janvier 2016

Membres

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

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

Autres participants

M. Dombrovskis**, vice-président de la Commission
M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Schill, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

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

Personnes accompagnantes

Mme Buch
M. Dewatripont
M. Fagan
M. Gaiotti
M. Hernández de Cos
M. Kaasik, suppléant de M. Hansson*
M. Kuodis
Mme Le Lorier
M. Luikmel
M. Mifsud
M. Mooslechner
M. Mrva
M. Ramalho
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Tratnik
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication
M. Smets, conseiller auprès du président
M. Rostagno, directeur Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 7 avril 2016.