



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

7 avril 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 9 et le jeudi 10 mars 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 intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, les 20 et 21 janvier 2016. Les perspectives économiques mondiales se sont encore détériorées et se sont accompagnées d'accès de volatilité sur les marchés, notamment ceux de la dette bancaire. Les prix du pétrole ont rebondi en février, après avoir atteint leur plus bas niveau depuis 2003. Toutefois, les perspectives relatives aux prix du pétrole sont demeurées incertaines, en raison de la persistance d'une offre excédentaire sur le marché et de stocks de pétrole toujours très élevés à l'échelle mondiale. Pour les intervenants de marché, le potentiel de rebond durable du marché du pétrole était difficile à déterminer. Les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation ont continué de suivre globalement le prix de l'essence, mais non le récent rebond du prix du pétrole brut, et les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans ont atteint un point bas historique à 1,36 % le 29 février.

Dans un contexte de préoccupations relatives à la croissance mondiale et de persistance d'un sentiment d'aversion au risque sur les marchés internationaux, les anticipations relatives à la politique monétaire ont été réévaluées dans l'ensemble des principales zones monétaires pour devenir plus accommodantes, ce qui a donné lieu à des écarts moins importants entre les différentes zones.

Aux États-Unis, les anticipations par les marchés d'un prochain relèvement des taux ont été décalées de manière significative et se sont accompagnées d'une réévaluation brutale entre janvier et février, suivie d'une correction sous l'effet d'indicateurs récents meilleurs qu'attendu, notamment en ce qui concerne l'inflation. Un relèvement des taux de 25 points de base aux États-Unis n'était pas totalement intégré par les marchés avant décembre 2016, c'est-à-dire bien au-delà de ce qui était attendu en début d'année. De même, au Royaume-Uni, la courbe des taux anticipés du marché monétaire s'est déplacée nettement vers le bas, la courbe des taux anticipés du *Sterling Overnight Index Average* s'inversant progressivement, pour intégrer pleinement une réduction de 10 points de base des taux avant fin 2016. Ces anticipations contrastent fortement avec celles formulées début 2016.

Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux 19 principaux partenaires commerciaux, est demeuré globalement inchangé depuis la précédente réunion de politique monétaire, malgré un bref épisode d'appréciation de l'euro de l'ordre de 2,5 %. Cette hausse temporaire a résulté de la dépréciation des devises des trois principaux partenaires commerciaux de la zone euro : le dollar américain, la livre sterling et le renminbi chinois. S'agissant de la livre sterling, l'incertitude quant au résultat du référendum sur la participation du Royaume-Uni à l'UE, prévu le 23 juin, s'est accentuée et les investisseurs sur le marché des options de change ont accru leurs achats à titre de protection contre la baisse de la monnaie.

La Banque populaire de Chine a décidé, le 29 février 2016, d'abaisser de 50 points de base le taux des réserves obligatoires pour faire face au ralentissement de la croissance économique et améliorer les conditions de la liquidité. Il s'agit de la cinquième réduction consécutive depuis février 2015, soit une baisse cumulée de 300 points de base, de 20 % à 17 %.

La décision prise par la Banque du Japon, le 29 janvier 2016, d'adopter une structure de taux négatifs sur les dépôts s'est répercutée sur les marchés financiers à l'échelle mondiale, contribuant à la forte baisse des actions bancaires. Suite à cette décision, la courbe des rendements au Japon s'est entièrement déplacée vers le bas, de 20 points de base environ.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la volatilité des prix a eu un impact négatif sur la liquidité de marché et sur les activités de financement dans la plupart des compartiments du marché obligataire de la zone euro. Si la liquidité des obligations souveraines les mieux notées est demeurée assez stable, celle des obligations sécurisées et des obligations émises par les agences des pays correspondants était relativement faible. S'agissant de la dette du secteur privé, un creusement des écarts, mesurés par exemple par les séries ITraxx, a été constaté au cours de la période s'achevant mi-février 2016, non seulement pour les banques mais également pour les sociétés non financières (SNF), en raison des préoccupations concernant la croissance et la détérioration de la liquidité sur le marché des obligations émises par les sociétés ; une correction a été observée par la suite.

L'offre sur le marché des obligations émises par les sociétés a été très faible, les SNF ayant réduit leur offre d'obligations en dépit du bas niveau des rendements. Il semblerait qu'en raison d'une trésorerie abondante, les sociétés n'aient pas éprouvé le besoin, contrairement aux émetteurs souverains, de profiter des bas rendements, en procédant par exemple à une restructuration de leur dette et à un allongement des échéances. Dans le même temps, cependant, l'offre globale de titres de dette a recommencé à augmenter, les émetteurs d'obligations sécurisées, les souverains et les agences cherchant de nouveau à tirer profit du bas niveau très attrayant des rendements en termes absolus, en particulier sur la partie longue de la courbe, afin de restructurer leur dette et d'émettre des obligations assorties d'échéances plus longues.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, qui s'est tenue les 20 et 21 janvier 2016, la courbe des taux anticipés de l'Eonia a connu un déplacement vers le bas compris entre 7 et 10 points de base, pour revenir à des niveaux inférieurs à ceux constatés avant la réunion de décembre 2015. Le marché a totalement intégré une réduction d'au moins 10 points de base du taux appliqué à la facilité de dépôt au cours de la présente réunion. En outre, le taux anticipé à un an du *swap* Eonia dans un an a atteint un nouveau point bas historique le 3 mars, à - 53 points de base, et l'intégralité de la courbe *cash* Euribor est entrée pour la toute première fois en territoire négatif.

Enfin, M. Cœuré a conclu que les intervenants de marché restaient attentifs à un certain nombre de risques dans un avenir proche : le risque d'une réapparition du risque bancaire et/ou souverain dans la zone euro, la volatilité des cours des matières premières et ses conséquences pour les économies de marché émergentes, et le risque d'une nouvelle dépréciation de la livre sterling à l'issue du référendum.

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, avec une légère détérioration dans plusieurs régions. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a diminué en février, revenant à 50,6 après 52,6 en janvier et 53,1 au quatrième trimestre 2015. Le commerce mondial également s'est encore légèrement ralenti. Le volume des importations mondiales de biens a progressé de 0,9 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2015, contre 1,7 % au troisième trimestre. La contraction de l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation observée en février indique une faiblesse persistante début 2016.

L'inflation mondiale a augmenté en janvier, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'inscrivant à 1,2 % après 0,9 % en décembre. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est restée stable, à 1,9 %. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du 21 janvier, les prix du *Brent* ont augmenté de 39 % pour s'établir à 40 dollars le baril environ. Les prix des matières premières hors pétrole ont également atteint un point bas après les fortes baisses enregistrées jusqu'à fin janvier. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro s'est déprécié de 1 % 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 au quatrième trimestre 2015, de 0,3 % en rythme trimestriel, essentiellement sous l'effet de la demande intérieure. Les données disponibles depuis le 21 janvier sont contrastées dans l'ensemble. Alors que la production industrielle (hors construction) de la zone euro a diminué de 1 % en rythme mensuel en décembre, le volume des ventes au détail, ajouté aux nouvelles immatriculations de voitures particulières, a augmenté en janvier pour s'établir 1,3 % au-dessus du niveau moyen enregistré au quatrième trimestre 2015. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* - ESI) et l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production ont fléchi en janvier et en février pour s'inscrire à des niveaux inférieurs à leurs moyennes sur quatre trimestres, mais supérieurs néanmoins à leurs moyennes de long terme.

La croissance annuelle du revenu disponible réel des ménages s'est ralentie au troisième trimestre 2015, ressortant à 1,7 %, contre 2,2 % au deuxième trimestre. Dans le même temps, la hausse de la consommation s'est atténuée au quatrième trimestre, s'établissant à 1,5 % après 1,8 % au troisième trimestre, tandis que le taux d'épargne est demeuré globalement inchangé. En ce qui concerne l'investissement, la dynamique plus forte observée au quatrième trimestre 2015 a résulté en partie de l'investissement dans la construction, qui a bénéficié de la clémence de l'hiver. L'indice des directeurs d'achat pour la construction a progressé en janvier 2016, devenant positif pour la première fois depuis 2008, et l'indicateur de confiance de la Commission européenne relatif à la construction s'est amélioré en février.

La situation sur les marchés du travail de la zone euro a continué de s'améliorer progressivement. L'emploi a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2015. En conséquence, l'emploi s'est établi 1,1 % au-dessus du niveau enregistré un an auparavant, soit la plus forte hausse annuelle depuis le deuxième trimestre 2008. Le taux de chômage, qui s'était inscrit en baisse depuis mi-2013, est ressorti à 10,3 % en janvier 2016, soit le taux le plus bas depuis août 2011. En dépit de ces améliorations, des rigidités persistent sur le marché du travail, et le chômage reste très élevé d'un point de vue historique.

Les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,4 % en 2016, de 1,7 % en 2017 et de 1,8 % en 2018. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2015 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, de 0,4 point de pourcentage en 2016 et de 0,1 point de pourcentage en 2017, principalement en raison de l'affaiblissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale.

S'agissant des évolutions des prix dans la zone euro, d'après les projections de mars la remontée attendue de l'inflation mesurée par l'IPCH a été de nouveau retardée, le rythme annuel atteignant désormais 1,6 % seulement en 2018. Par rapport aux projections de décembre, l'inflation a été révisée à la baisse de 0,9 point de pourcentage et de 0,4 point de pourcentage, respectivement, pour 2016 et 2017. Ces révisions à la baisse reflètent dans une large mesure le net recul des prix du pétrole, l'appréciation du taux de change effectif de l'euro et la détérioration des perspectives d'évolution de la rémunération par tête, ainsi que le bas niveau de la hausse des prix des composantes hors énergie de l'IPCH observé récemment.

D'après l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est établie à -0,2 % en février 2016, après 0,3 % en janvier, sous l'effet d'une baisse des taux annuels de l'ensemble de ses principales composantes. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est revenue à 0,7 % en février, d'après l'estimation rapide, contre 1,0 % en janvier. Les prix à l'importation sont demeurés la principale source de tensions à la hausse le long de la chaîne des prix, en dépit d'une croissance moins soutenue récemment, tandis que les tensions d'origine interne sur les prix sont restées modérées.

Si l'on examine les évolutions récentes des anticipations d'inflation à long terme, les mesures fondées sur les marchés ont fléchi depuis décembre dans un contexte de volatilité des marchés. Les mesures tirées d'enquêtes ont été en revanche plus stables.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements de la zone euro s'est sensiblement aplatie pour se situer actuellement à un niveau bien inférieur à celui constaté au moment de la réunion de politique monétaire de décembre 2015. De plus, à la suite du durcissement marqué des conditions financières après cette réunion, sous l'effet de l'appréciation de l'euro et de la baisse des marchés boursiers, un certain revirement a été observé depuis la seconde quinzaine de février. Par ailleurs, la prime de risque sur actions et les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières ont affiché une tendance haussière depuis le printemps et l'été 2015, respectivement.

Cette évolution diffère de celles observées sur le marché des actifs sans risque où la dette souveraine est devenue plus rare, comme le montre la baisse du taux sans risque. Le bilan des SNF étant dominé par le financement par émissions d'actions, le coût nominal moyen pondéré du financement externe des SNF n'a pas baissé plus fortement, alors que le coût de l'emprunt bancaire a sensiblement diminué depuis mi-2014. En janvier 2016, les taux débiteurs composites appliqués par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages sont restés globalement stables à de bas niveaux.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) est restée robuste, à 5,0 %, en janvier, après 4,7 % en décembre, soutenue par le bas niveau des taux d'intérêt et par l'incidence des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) et du programme d'achats d'actifs (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.

La dynamique des prêts dans la zone euro a continué de s'améliorer progressivement en janvier, même si les taux de croissance sont restés modérés. L'amélioration en cours a été observée dans différents pays et secteurs. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF (en données corrigées des cessions et de la titrisation) a atteint 0,6 % en janvier, après 0,1 % en décembre et 0,7 % en novembre. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est établi à 1,4 % en janvier, sans changement par rapport à décembre et novembre.

Une réévaluation des obligations bancaires subordonnées est intervenue au début de l'année. Alors qu'à l'heure actuelle les hausses ont été liées, au moins en partie, à des problèmes spécifiques aux banques dans certaines juridictions, elles pourraient avoir une incidence non négligeable sur les conditions de financement des banques si les turbulences devaient persister sur les marchés.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être modérément expansionniste en 2016 et 2017, avant de redevenir globalement neutre en 2018.

Au total, M. Praet a conclu que depuis le lancement des politiques d'assouplissement du crédit en juin 2014 et leur renforcement par le biais des achats d'actifs du secteur public six mois plus tard, les mesures de politique monétaire de la BCE ont entraîné un assouplissement significatif des conditions financières et une amélioration de l'accès au financement dans la zone euro, apportant ainsi un soutien important à l'inflation et à l'activité économique. Ces améliorations ont concerné non seulement les conditions financières globales dans la zone euro, mais également la réduction de la fragmentation financière. La dispersion des taux débiteurs appliqués aux emprunteurs domiciliés dans les différentes juridictions s'est réduite, la rémunération des dépôts bancaires est devenue beaucoup moins hétérogène et, dans la plupart des pays, les SNF ont bénéficié de conditions plus favorables pour les prêts. De plus, les petites et moyennes entreprises (PME) rencontrent à l'heure actuelle moins d'obstacles pour accéder au financement. Néanmoins, les perspectives d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation se sont détériorées une fois de plus, en raison de la dégradation des conditions extérieures en dépit de l'adoption de mesures de politique monétaire supplémentaires en décembre 2015.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

M. Praet a rappelé que lors de la réunion de politique monétaire de janvier 2016, le Conseil des gouverneurs avait indiqué « qu'il conviendrait de réexaminer, et éventuellement de reconsidérer » l'orientation de sa politique monétaire en mars, notamment lorsque les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE seraient disponibles.

Depuis lors, l'environnement extérieur s'est détérioré et les risques pesant à la baisse sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme se sont nettement accrus. La reprise économique s'est ralentie et l'inflation totale est à nouveau revenue en territoire négatif. Les mesures des anticipations d'inflation à moyen terme fondées sur le marché ont également encore baissé, accroissant les risques d'effets de second tour. De plus, les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE relatives à l'inflation ont été nettement revues à la baisse, ce qui implique un nouveau report de la date à laquelle l'inflation devrait retrouver un niveau conforme à l'objectif de la BCE.

Globalement, et en recoupant également les résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire, de solides arguments militaient pour que le Conseil des gouverneurs reconsidère l'orientation de sa politique monétaire lors de la présente réunion et fournisse une nouvelle relance monétaire substantielle pour contrecarrer les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE. En outre, il était important que la communication destinée au public réaffirme que les mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 étaient essentielles pour soutenir la reprise dans la zone euro et empêcher une désinflation encore plus forte.

Un ensemble exhaustif de mesures se renforçant mutuellement a par conséquent été proposé, avec un calibrage permettant d'assouplir encore davantage les conditions de financement, de stimuler la fourniture de nouveaux crédits, et de renforcer par là la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et d'accélérer le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cet ensemble repose sur les quatre éléments complémentaires suivants :

Premièrement, une réduction des trois taux d'intérêt directs, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt, à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement ;

Deuxièmement, une accélération du rythme mensuel des achats réalisés dans le cadre de l'APP, les portant de 60 milliards d'euros à l'heure actuelle à 80 milliards d'euros, avec un élargissement de l'éventail des actifs éligibles afin d'y inclure les obligations bien notées (*investment-grade*) libellées en euros émises par des sociétés non bancaires, dans le cadre d'un nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) ;

Troisièmement, une composante d'assouplissement du crédit (TLTRO II). Les nouvelles TLTRO accentueraient l'orientation accommodante de la politique monétaire et renforceraient la transmission de la politique monétaire en encourageant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle.

Quatrièmement, renforcer les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*) en indiquant qu'à l'avenir, « en prenant en compte les perspectives actuelles de stabilité des prix et le soutien

supplémentaire apporté à l'inflation et à l'économie par les mesures prises ce jour, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour ses achats nets d'actifs », ce qui lierait les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt à la conditionnalité qui s'applique à l'APP.

M. Cœuré a complété l'introduction de M. Praet par quelques remarques sur les questions de mise en œuvre.

S'agissant tout d'abord de l'APP et du CSPP, l'objectif de 80 milliards d'euros d'achats mensuels jusqu'en mars 2017 pourrait être atteint avec un degré de confiance raisonnable en modifiant deux paramètres : premièrement, en relevant de 33 % à 50 % les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les organisations internationales et les banques multilatérales de développement éligibles (« institutions supranationales ») et, deuxièmement, en réduisant la part des titres supranationaux de l'UE de 12 % à 10 % des achats effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP), à compter d'avril 2016. Dans le même temps, afin de maintenir inchangé, à 20 %, le régime actuel de partage des risques, qui constitue en lui-même un paramètre clé du programme, la part d'achats mensuels effectués par la BCE dans le cadre du PSPP serait relevée de 8 % à 10 %. L'Eurosystème devra surveiller la capacité à se procurer des obligations et proposer de nouveaux ajustements des paramètres si nécessaire. S'agissant du nouveau CSPP proposé, il s'inscrirait dans le cadre de l'APP et débiterait à la fin du deuxième trimestre 2016. La liste des actifs éligibles dans le cadre du CSPP comprendrait les titres de dette bien notés (*investment-grade*) libellés en euros émis par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro, la définition exacte restant à préciser. Les obligations éligibles dans le dispositif de garanties de l'Eurosystème constitueraient un point de départ pour l'éventail des titres éligibles dans le cadre du CSPP, en suivant les mêmes principes que ceux utilisés pour les autres programmes d'achats d'actifs. Le CSPP serait soumis à un régime de partage intégral des revenus et des risques et le portefeuille serait valorisé au prix d'acquisition amorti et soumis à dépréciation.

S'agissant des quatre opérations TLTRO II qui seraient lancées entre juin 2016 et mars 2017, selon une périodicité trimestrielle, chaque opération aurait une durée de quatre ans à compter de sa date de règlement. Les remboursements volontaires seraient possibles à compter de deux ans après le règlement de chaque opération, selon une périodicité trimestrielle, et, contrairement à la première série de TLTRO, aucun remboursement anticipé obligatoire n'a été prévu. Les contreparties participeraient à titre individuel ou au titre d'un groupe, comme pour les TLTRO actuelles et avec la même définition du groupe, ce qui signifie que les groupes pourraient rester inchangés entre la première série de TLTRO et la seconde. De nouveaux groupes pourraient également être constitués pour les TLTRO II. Chaque participant aurait la possibilité d'emprunter un montant équivalent à 30 % de son stock de prêts éligibles au 31 janvier 2016, minoré des montants empruntés antérieurement et encore dus dans le cadre des deux premières TLTRO conduites en 2014. La définition des prêts éligibles serait la même que pour la première série de TLTRO. La valeur de référence serait fondée sur les prêts nets sur la période comprise entre le 31 janvier 2015 et le 31 janvier 2016.

En ce qui concerne le dispositif d'incitation, les banques dépassant la valeur de référence seraient récompensées par des taux d'emprunt plus faibles, pouvant être aussi bas que celui de la facilité de dépôt. Plus spécifiquement, le taux d'intérêt appliqué aux contreparties dont le montant de prêts est inférieur à la valeur de référence serait celui de l'opération principale de refinancement en vigueur au moment de l'adjudication. Les banques dépassant leur valeur de référence se verraient appliquer rétroactivement un taux inférieur sur toute la durée de l'opération et ce taux serait également lié à celui de la facilité de dépôt en vigueur au moment de l'adjudication.

Afin d'encourager et de faciliter le passage de la première série de TLTRO à la seconde, la possibilité d'un remboursement volontaire supplémentaire pour toutes les TLTRO actuellement en cours serait introduite en juin 2016, ce qui coïnciderait avec le règlement de la première TLTRO II, afin de permettre de reporter les montants de la première série de TLTRO.

Enfin, M. Cœuré a indiqué que l'ensemble de mesures ne comportait pas de proposition concernant un régime d'exemption pour le taux de la facilité de dépôt.

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 sur l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Le PIB en volume a continué d'augmenter au quatrième trimestre 2015 et les récentes données publiées sont restées cohérentes avec la poursuite d'une reprise économique modérée. Cela étant, la reprise semble avoir perdu de sa vigueur. Selon les prévisions, la demande intérieure dans la zone euro devait relativement bien résister, confortée par la baisse des cours du pétrole et une orientation budgétaire plus expansionniste, ainsi que par les mesures de politique monétaire de la BCE, tandis que la détérioration de l'environnement international, avec un ralentissement notable de la croissance dans les économies de marché émergentes, pèse sur l'activité et les échanges au niveau mondial, entraînant un tassement de la demande extérieure adressée à la zone euro. Cette évaluation se reflète dans les perspectives de croissance figurant dans les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE. Comme prévu, par rapport aux projections de décembre 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance ont été révisées à la baisse. Les membres du Conseil ont pris acte du fait que les effets des mesures non conventionnelles décidées lors de la réunion de politique monétaire de décembre 2015 ont été intégrés dans l'exercice de projection de mars 2016. Il a également été reconnu que les hypothèses techniques utilisées lors des projections de mars 2016 relatives à la croissance et à l'inflation ont dans une certaine mesure été influencées favorablement par les anticipations de mesures supplémentaires de politique monétaire de la BCE, sans lesquelles les révisions à la baisse auraient été plus importantes.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les dernières projections intègrent de nouvelles révisions à la baisse de l'activité et des échanges au niveau mondial pour le court terme. Il a été noté que les révisions à la baisse pouvaient dans une certaine mesure être considérées comme la matérialisation des risques déjà identifiés par le Conseil des gouverneurs en septembre 2015. Dans ces circonstances, il a été souligné que le scénario de référence des projections pour la zone euro était fondé sur l'hypothèse d'un rebond assez rapide des échanges internationaux. Si le scénario de référence a généralement recueilli l'adhésion, la prudence a été affichée dans le même temps à propos du redressement prévu de l'activité mondiale. Dans l'ensemble, en dépit de quelques informations économiques récentes plus favorables en provenance des États-Unis, 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 économies de marchés émergentes.

S'agissant de la zone euro, les perspectives de croissance révisées figurant dans les projections établies par les services de la BCE ont fait l'objet d'un large accord. L'actualisation des projections a généralement été considérée comme la confirmation que la reprise actuelle de l'économie de la zone euro demeurerait modérée et fragile. Dans ce contexte, il a été observé que l'économie de la zone euro affichait toujours une relative vulnérabilité aux chocs négatifs. Cela étant, l'importance d'opérer une distinction entre le scénario de référence et les risques qui l'entourent a été soulignée. Même si les révisions à la baisse des perspectives de croissance ont été décevantes, le scénario de référence intègre toujours une accélération progressive de l'activité économique. De plus, les révisions à la baisse étaient essentiellement liées à des évolutions défavorables au plan extérieur plutôt que domestique.

Selon les prévisions, la consommation privée doit rester robuste, en s'appuyant sur une poursuite de la croissance du revenu réel, favorisée par le bas niveau des prix de l'énergie et une nouvelle amélioration graduelle sur les marchés du travail de la zone euro, et l'investissement des entreprises doit se redresser, en phase avec la progression de la demande. Un certain nombre d'indicateurs favorables, qui pourraient créer les conditions d'un regain d'optimisme quant à la situation économique actuelle, ont également été cités. Il s'agit notamment des données relatives à la production industrielle de janvier pour les deux plus grands pays de la zone euro et de la poursuite de l'amélioration sur les marchés du travail, qui reflète des effets positifs de réformes structurelles antérieures. Il a été avancé que, en intégrant ces facteurs, les perspectives pour la zone euro ne devaient pas être considérées de façon trop pessimiste et qu'il était préférable d'éviter de les assombrir indûment.

À l'occasion d'une analyse plus détaillée des perspectives d'évolution de la demande intérieure, il a été jugé que la balance des risques penchait essentiellement dans le sens d'une dégradation. Tout en observant qu'il fallait s'attendre à une dynamique des salaires plus faible que précédemment anticipé, les membres du Conseil ont fait valoir que les perspectives de croissance du revenu, telles qu'elles étaient envisagées dans les projections, pouvaient être soumises à des risques à la baisse compte tenu des erreurs de projection antérieures sur les salaires, du niveau persistant de sous-utilisation des capacités de production sur le marché du travail et des effets possibles des réformes structurelles antérieures. Il a été

noté que la situation sur le marché du travail dans la zone euro, bien qu'en amélioration, était encore loin de celle des autres grandes économies, telles que les États-Unis et le Royaume-Uni.

Il a également été fait référence à la persistance de déséquilibres entre épargne et investissement dans différents secteurs et pays. Il a été avancé que ces déséquilibres pouvaient être accentués par l'incertitude élevée et le bas niveau des taux d'intérêt, facteurs susceptibles dans certains cas d'influencer négativement la confiance et le rendement attendu de l'épargne, ce qui risquait d'entraîner une augmentation de l'épargne et un ralentissement de la croissance de la consommation des ménages, notamment dans les pays où les régimes de retraite privés et l'assurance-vie jouent un rôle important. De plus, les membres du Conseil ont exprimé des inquiétudes concernant les perspectives d'évolution de l'investissement privé. Il est apparu que, malgré le bas niveau des coûts d'emprunt et l'abondante disponibilité du financement interne, les entreprises continuaient d'être prudentes en matière de décisions d'investissement, peut-être sous l'effet de la perception d'un niveau élevé d'incertitude et de la faiblesse du taux de croissance potentielle. Dans ce contexte, il a été indiqué que dans les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire, l'investissement public pouvait être accru, tandis qu'au niveau européen il était nécessaire de voir le plan d'investissement pour l'Europe de la Commission européenne produire davantage de résultats.

Dans l'ensemble, la reprise économique dans la zone euro devrait se poursuivre à un rythme plus modéré, tandis que les risques pesant à la baisse sur les perspectives de croissance sont principalement considérés comme s'étant accrus. Ils reflètent en particulier les incertitudes accrues liées à l'environnement extérieur ainsi que, plus généralement, les risques géopolitiques.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont rappelé la nécessité que les autres domaines de la politique économique favorisent une croissance durable de la production et que la politique monétaire seule n'était pas suffisante. Il importe que les réformes structurelles et la politique budgétaire jouent elles aussi leur rôle. En particulier, compte tenu du niveau élevé de chômage structurel dans la zone euro et de la faiblesse du PIB potentiel, la reprise conjoncturelle en cours doit être confortée par des politiques structurelles efficaces relatives aux marchés du travail et des biens et services. Les réformes structurelles, qui permettent d'atteindre une croissance économique soutenable plus élevée, contribueraient en outre à améliorer la résistance de la zone euro à des chocs mondiaux. En ce qui concerne la politique budgétaire, les membres du Conseil ont insisté sur la nécessité de respecter les règles du Pacte de stabilité et de croissance, tout en soulignant dans le même temps que les éléments de flexibilité existants doivent être utilisés. Une structure des politiques budgétaires favorisant davantage la croissance apporterait un soutien à la reprise économique, de même que l'utilisation de la marge budgétaire, le cas échéant.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation des perspectives et des risques présentée par M. Praet dans son introduction. Le retour à une inflation totale négative en février s'explique par la baisse de la variation annuelle de l'ensemble des principales composantes, notamment les services et les biens manufacturés hors énergie. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, le taux d'inflation annuel mesuré par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également diminué de manière inattendue. À court terme, sur la base des cours à terme actuels du pétrole, l'inflation totale devrait continuer d'afficher des valeurs négatives pendant quelques mois, avant de remonter plus

tard dans l'année, en raison d'importants effets de base haussiers et des hypothèses de hausse des cours du pétrole intégrées dans le courbe des prix à terme. À moyen terme, l'inflation devrait se redresser, en phase avec la reprise économique prévue dans le scénario de référence des projections.

Une combinaison de facteurs, comme la diminution des prix de l'énergie et l'appréciation du taux de change effectif de l'euro, a été jugée responsable de la forte révision à la baisse des perspectives d'évolution de l'IPCH par rapport à fin 2015. Ce diagnostic ressort des projections de mars 2016 établies par les services de la BCE, dans lesquelles la perspective d'évolution de l'IPCH a été nettement révisée à la baisse pour 2016 et 2017 par rapport aux projections de décembre 2015 réalisées par les services de l'Eurosystème. Il a également été noté que les révisions à la baisse de l'inflation auraient été plus importantes si les projections de mars n'avaient pas déjà intégré, *via* les hypothèses techniques, certaines anticipations faites par les marchés financiers de nouvelles mesures de politique monétaire.

Les membres du Conseil ont exprimé des inquiétudes face à la perspective d'une durée désormais plus longue que prévu auparavant pour atteindre la cible d'inflation. Selon les dernières projections établies par les services de la BCE, qui intègrent pour la première fois des projections relatives à 2018, l'inflation totale ne devrait être que de 1,6 % en 2018, confirmant le diagnostic selon lequel le retour à une inflation totale inférieure à, mais proche de 2 %, serait encore retardé. Il a été rappelé que les projections de croissance et d'inflation avaient fait l'objet d'une succession de révisions à la baisse. Dans ce contexte, il a été estimé qu'il fallait admettre que l'inflation ne retrouverait pas la cible d'inflation de la BCE avant un certain temps, tout en gardant à l'esprit que la définition retenue par la BCE pour la stabilité des prix à moyen terme n'était pas contrainte par l'horizon des projections macroéconomiques. Dans ces circonstances, l'attention a été attirée sur le fait que l'inflation avait déjà été nettement inférieure à 2 % sur l'essentiel de la période qui court depuis 2012. Les répercussions défavorables d'une inflation durablement faible sur le processus de désendettement ainsi que sur la stabilité financière ont été soulignées, en établissant une comparaison entre le profil actuel de l'inflation et un profil contrefactuel qui intègrerait une inflation proche de 2 % au cours de la même période.

À l'issue d'un examen plus attentif de l'évolution des principales composantes de l'inflation, il a été noté que les facteurs prépondérants à l'origine du taux de l'inflation totale étaient toujours des facteurs mondiaux, notamment la baisse des prix de l'énergie et l'évolution du taux de change. La volatilité des cours du pétrole et des taux de change a récemment augmenté. Il a été observé que l'importance de ces facteurs dans la détermination de l'inflation totale pouvait s'illustrer en actualisant les projections par la prise en compte de la hausse des prix du pétrole et la faiblesse des évolutions des taux de change après la date d'arrêté fixée au 15 février 2016, ce qui donnerait lieu à une inflation légèrement plus élevée que dans le scénario de référence. Cela étant, il a également été indiqué que sur un passé très récent, les prix du pétrole avaient été déterminés non seulement par des facteurs d'offre mais aussi par une demande moindre, qui, si elle demeurait à ce niveau, ne serait pas un signal positif pour l'avenir.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les répercussions des dernières évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente. Plus particulièrement, des inquiétudes ont été exprimées à propos du ralentissement de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ressortant de l'estimation rapide de février. Il a été noté que si les causes de cette baisse devaient

perdurer, cela pèserait encore plus sur les perspectives d'évolution de l'inflation sous-jacente. Toutefois, les origines du ralentissement de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie lors de la dernière publication n'ont pas encore été totalement explorées, et il est possible qu'une part importante de cette baisse soit due à des facteurs temporaires.

Dans le même temps, il a été indiqué que, si l'inflation sous-jacente demeurait positive, la baisse enregistrée en février était un nouvel élément, qui soulevait des questions quant aux perspectives d'inflation par rapport à la situation de l'année dernière, l'inflation sous-jacente ayant alors augmenté lentement, mais régulièrement, de 0,1 point de pourcentage environ chaque trimestre. D'une part, la faiblesse de l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie peut être interprétée comme un signal du niveau insuffisant de la demande agrégée dans l'économie, qui, comme cela a été avancé, reste le principal problème de la zone euro. D'autre part, il a été soutenu qu'il y avait également eu des modifications profondes du comportement d'épargne et de dépense des agents économiques après la crise financière, reflétant, entre autres, des impératifs de rééquilibrage, y compris des ajustements des salaires et des prix, et des assainissements des bilans dans un certain nombre de secteurs et de pays. En raison de ces modifications, peut-être structurelles, l'expérience passée ne fournit pas beaucoup d'indications sur la réaction de l'inflation au comblement de l'écart de production, ce qui s'est traduit par une augmentation de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation.

Les évolutions récentes des anticipations d'inflation dans la zone euro ont également été analysées par les membres du Conseil. Le nouveau recul des mesures fondées sur les marchés depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et le risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation sont restés une préoccupation essentielle. L'importance de mettre un terme au recul des anticipations d'inflation a été soulignée. Les hausses de salaires se sont déjà avérées beaucoup plus faibles qu'attendu auparavant, quoique pour différentes raisons (notamment des gains exceptionnels modifiant le revenu disponible réel des ménages) et des inquiétudes ont été formulées selon lesquelles les effets de second tour pourraient être plus importants que ceux qui étaient intégrés dans les projections des services de la BCE. Il est important d'éviter qu'un scénario de bas salaires et de faibles prix ne s'enracine dans les anticipations et le comportement des agents économiques. Dans le même temps, une certaine prudence a de nouveau été exprimée en ce qui concerne la fiabilité du contenu informatif des mesures des anticipations d'inflation fondées sur les marchés, pour plusieurs raisons, notamment les effets de liquidité liés à l'APP de la BCE. Il a également été noté que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes, comme l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, restaient plus favorables. Selon ce point de vue, même s'il existe un danger qu'une inflation durablement faible puisse se répercuter sur les anticipations d'inflation, le risque d'une perte d'ancrage de ces anticipations et le risque de déflation pouvaient encore être considérés comme faibles.

Globalement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que, même si l'on peut s'attendre à un redressement de l'inflation dans la zone euro, une nouvelle révision à la baisse des perspectives d'inflation a été observée, reflétant essentiellement le fléchissement des prix du pétrole au cours des derniers mois ; dès lors, le retour de l'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % sera plus long qu'anticipé

précédemment. Les risques entourant les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH ont également été jugés comme restant 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 le redressement des dynamiques de la monnaie et du crédit s'est poursuivi. La croissance de M3 est demeurée robuste en janvier 2016, soutenue principalement par ses composantes les plus liquides et reflétant l'incidence des mesures de politique monétaire et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments monétaires.

La dynamique des prêts a poursuivi son redressement progressif, amorcé début 2014. Les crédits bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué d'augmenter, le rythme annuel de variation des prêts aux SNF (en données corrigées des cessions et de la titrisation) se redressant en janvier. L'évolution des prêts des IFM aux entreprises a continué de refléter le décalage avec le cycle économique et le risque de crédit, ainsi que les ajustements en cours des bilans, qui reflétaient des niveaux encore élevés de créances douteuses. La dynamique des prêts a également été soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire et par la transmission des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014, qui ont amélioré les conditions d'emprunt et les flux de crédits dans la zone euro. En particulier, la fragmentation entre les pays de la zone euro a diminué, accompagnée d'une compression importante des marges sur les prêts. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont ainsi été jugées comme ayant fortement contribué au retournement du cycle du crédit dans la zone euro depuis 2014.

Dans une perspective mondiale, les économies peuvent être considérées comme se situant à des étapes différentes du cycle financier, les États-Unis étant plus avancés que la zone euro et ayant peut-être même achevé le processus associé de correction des bilans, tandis que ce processus est toujours en cours dans la zone euro. Il a également été noté que des nouvelles plus positives étaient possibles pour les perspectives de crédit du côté réglementaire : certains éléments indiquent que la Commission européenne devrait procéder à une clarification quant à la nature des exigences du Pilier 2 dans le cadre de la directive sur les exigences de fonds propres, ce qui pourrait se traduire par la mise en œuvre de ces exigences par le mécanisme de surveillance unique et pourrait contribuer à réduire une partie de l'incertitude réglementaire pesant sur les banques de la zone euro.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en janvier, les risques pesant à la baisse sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme du Conseil des gouverneurs s'étaient globalement accrus, comme le montrent également les révisions à la baisse de l'inflation et de la croissance dans les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont largement convenu qu'il était nécessaire de reconsidérer leur orientation de politique monétaire afin de fournir une nouvelle relance monétaire substantielle pour contrecarrer les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Par conséquent, un ensemble de mesures

correctement calibrées a été jugé nécessaire pour garantir le retour, sans tarder, de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Les membres du Conseil ont largement convenu que, même si le redressement de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre, la dynamique de croissance de la zone euro serait plus lente et l'inflation plus basse sur une période plus longue qu'anticipé précédemment. Ce constat impliquait encore un nouveau report de la date à laquelle l'inflation devrait retrouver des taux compatibles avec l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Tandis que la révision à la baisse des perspectives d'inflation a résulté essentiellement du recul des prix du pétrole et de leur trajectoire future, les projections relatives aux mesures de l'inflation sous-jacente ont également été inférieures à celles prévues auparavant. Des inquiétudes ont également été exprimées à propos de la nouvelle baisse des anticipations d'inflation à moyen terme fondées sur les marchés. Globalement, les risques d'effets de second tour ont augmenté. En outre, la volatilité persistante sur les marchés financiers, dans un contexte d'incertitude accrue quant à l'environnement mondial et de recrudescence des préoccupations relatives à la santé du secteur bancaire de la zone euro, a été perçue comme un risque pour la poursuite de la bonne transmission à l'économie réelle des mesures de politique monétaire prises depuis juin 2014.

Un large consensus s'est ainsi dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité de mesures vigoureuses, qui seraient optimisées sous forme d'un ensemble exhaustif de mesures mettant à profit les synergies et les complémentarités entre ses différentes composantes. Ces mesures devraient faire l'objet d'un calibrage approprié permettant d'assouplir encore davantage les conditions de financement et de stimuler l'offre de nouveaux crédits, renforçant ainsi la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et accélérant le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Même si, dans l'ensemble, les membres du Conseil sont largement convenus de la nécessité de mesures exhaustives, des opinions diverses se sont exprimées s'agissant des différentes composantes des mesures proposées.

Un très large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les mesures proposées tireraient avantage de composantes fortes d'assouplissement du crédit, notamment du lancement de nouvelles TLTRO permettant de soutenir le canal du crédit bancaire. Les TLTRO II devraient renforcer la transmission de l'orientation de politique monétaire par les banques en stimulant davantage les prêts bancaires à l'économie réelle.

Un très large soutien a été apporté à l'opinion selon laquelle les TLTRO II devraient être dotées de fortes incitations par les prix afin d'encourager l'octroi de nouveaux prêts à l'économie réelle. Des conditions de financement attractives pour les banques ont été considérées, à leur tour, comme un moyen d'assouplir davantage les conditions du crédit au secteur privé et de stimuler la dynamique globale du crédit. Par conséquent, la proposition d'un dispositif d'incitation par les prix intégré dans les TLTRO II, visant à inciter à la création de nouveaux crédits au secteur privé, a été largement soutenue. L'opinion a été avancée que le système de tarification des TLTRO II contribuerait également à une nouvelle défragmentation des marchés monétaires. Même si, dans les circonstances actuelles, certaines banques pouvaient déjà emprunter au taux de l'Eonia, les TLTRO assoupliraient les conditions de financement pour un nombre plus important de banques, à condition qu'elles soient capables de prêter à l'économie réelle au-delà des valeurs de référence respectives.

Cependant, quelques membres du Conseil ont exprimé leurs inquiétudes sur le fait que les opérations des banques centrales continuaient de remplacer le fonctionnement des marchés privés et perpétuaient la dépendance des banques à l'égard du financement de l'Eurosystème, ainsi que sur le volume du dispositif proposé d'incitation par les prix. La réduction des prix jusqu'au niveau du taux de la facilité de dépôt semblait plutôt généreuse, elle risquait d'entraîner des distorsions sur le marché et de contribuer au maintien de modèles économiques fragiles de la part de certaines banques.

S'agissant du taux d'intérêt applicable sur la durée des TLTRO II, les membres du Conseil ont généralement estimé qu'il était approprié de pratiquer un taux fixe lors de l'adjudication de l'opération. Cette solution serait simple et attrayante, puisque les banques pourraient conserver leurs fonds issus des TLTRO pendant quatre ans à des conditions de financement très favorables. En ce qui concerne la définition des prêts éligibles, sur la base desquels serait calculée l'allocation d'emprunt, il a été convenu que la pratique utilisée pour la première série de TLTRO devrait être maintenue, les prêts éligibles étant définis comme ceux accordés aux SNF et aux ménages de la zone euro, en excluant les prêts au logement consentis aux ménages. L'évaluation selon laquelle il était préférable d'exclure des TLTRO les prêts au logement, pour éviter d'alimenter des bulles des prix de l'immobilier résidentiel en orientant l'épargne vers le secteur du logement, a été largement partagée.

En ce qui concerne le calcul de la valeur de référence, un large soutien a été apporté au maintien du mécanisme adopté pour la première série de TLTRO. Par conséquent, la valeur de référence pour les prêts nets serait fixée à zéro pour les banques ayant des prêts nets positifs, tandis que cette valeur serait fixée à un niveau plus faible pour les banques engagées dans un processus de désendettement. Pour que les banques bénéficient pleinement des nouvelles conditions attrayantes des TLTRO II, il a également été convenu qu'il leur serait accordé une possibilité supplémentaire de remboursement des TLTRO existantes, afin de leur permettre de profiter des conditions plus intéressantes des TLTRO II.

Concernant les propositions relatives à l'APP, les membres du Conseil ont largement approuvé la proposition d'extension des achats mensuels de 60 milliards d'euros à 80 milliards d'euros. Il a été estimé qu'une progression importante du volume mensuel des achats permettrait de renforcer substantiellement l'efficacité des achats d'actifs, notamment en accroissant le rééquilibrage des portefeuilles. Les effets de richesse et une nouvelle compression des rendements à long terme favoriseraient la transmission efficace des achats d'actifs, dont bénéficieraient également encore les taux des prêts à l'économie réelle. S'agissant des paramètres de l'APP, afin de garantir le bon déroulement des futurs achats d'actifs, un large soutien a été apporté à la proposition de relever les limites des parts assignées aux émetteurs et aux émissions pour les titres émis par les institutions supranationales éligibles, en les faisant passer de leur niveau actuel à 50 %.

Un petit nombre de membres du Conseil ont réitéré leurs réserves à l'égard de l'APP, notamment en ce qui concerne les obligations du secteur public, et ont fait part de leurs préoccupations, comme lors de précédentes occasions, quant à une nouvelle augmentation des achats d'actifs, les achats de titres souverains étant associés, plus que d'autres instruments de politique monétaire, à un certain nombre de défis et d'effets secondaires spécifiques. Il a été réaffirmé que le recours à des achats importants d'actifs, comprenant des titres du secteur public, devrait donc rester un instrument d'urgence, à n'utiliser qu'en

dernier ressort dans un scénario défavorable, tel qu'une situation de déflation imminente, qu'aucun élément n'indiquait à l'heure actuelle. À cet égard, les coûts et les risques d'un engagement plus important dans les achats d'actifs du secteur public, particulièrement sur le moyen terme et le long terme, seraient supérieurs à leurs bénéfices potentiels, en considérant également les rendements d'échelle décroissants et en tenant compte du fait que des baisses encore plus marquées du taux de la facilité de dépôt ou des opérations de prêt fortement ciblées pourraient avoir un effet d'entraînement plus sensible sur l'économie.

Un large soutien a été apporté à la proposition d'inclure des obligations bien notées, libellées en euros et émises par des sociétés non bancaires, comme nouvelle catégorie d'actifs dans l'éventail des titres éligibles pouvant être acquis dans le cadre de l'APP. Il a été estimé que l'inclusion d'obligations émises par des sociétés renforcerait la crédibilité de l'expansion globale du volume mensuel des achats et signalerait plus directement le soutien apporté par l'APP au financement de l'économie réelle. Il a également été noté que ces achats pourraient avoir des répercussions importantes sur les conditions de financement des PME, à la lumière des études internationales indiquant que le secteur bancaire réorientait ses prêts vers les PME lorsque les émissions obligataires des grandes entreprises se substituaient aux emprunts bancaires.

Néanmoins, des mises en garde ont également été formulées à propos de l'efficacité réelle des achats d'obligations de sociétés. Il a été souligné que, dans la zone euro, le marché de ces obligations n'est généralement ni très liquide ni très développé, et que les achats qui seraient effectués sur ce marché pourraient dès lors soulever des questions d'égalité de traitement et entraîner des distorsions. De plus, les conséquences directes pour les conditions de financement des entreprises et les décisions en matière d'investissement sont apparues incertaines, l'Eurosystème devant acquérir principalement des obligations de sociétés bien notées disposant d'une trésorerie abondante, dont les coûts de financement sont déjà très bas et dont les décisions d'investissement ne sont, en aucun cas, limitées par le coût ou la disponibilité des financements.

S'agissant de certaines caractéristiques opérationnelles des achats de titres émis par des sociétés devant être mises en place dans le cadre du nouveau CSPP, un large soutien a été exprimé à l'inclusion des obligations bien notées (*investment grade*) libellées en euros émises par des sociétés établies dans la zone euro, tandis que les caractéristiques plus détaillées du programme doivent encore être définies. Des critères d'éligibilité solides et clairs doivent être énoncés plus précisément, en tenant compte également du traitement des petits émetteurs et des PME ainsi que de la fragmentation du marché des obligations de sociétés.

S'agissant des taux d'intérêt, un large soutien a été apporté à la proposition de réduire encore tous les taux d'intérêt directeurs de la BCE, en vertu de laquelle les taux appliqués aux opérations principales de refinancement et à la facilité de prêt marginal seraient abaissés de 5 points de base à 0,00 % et 0,25 %, respectivement, et le taux de la facilité de dépôt serait réduit de 10 points de base à - 0,40 %. Toutefois, diverses opinions ont été exprimées à l'égard des coûts et des bénéfices d'une nouvelle avancée en territoire négatif et des implications correspondantes pour la formulation des indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs.

D'une part, des inquiétudes ont été formulées à propos d'éventuels effets indésirables susceptibles de résulter de taux encore plus négatifs, en particulier dans un contexte de croissance rapide de l'excédent de liquidité. Une nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt pourrait accroître excessivement les pressions sur la rentabilité des banques, ce qui pourrait exercer des effets négatifs sur la stabilité du secteur bancaire. Les taux appliqués aux dépôts de la clientèle des banques étant généralement bornés à zéro, une nouvelle baisse des taux appliqués aux actifs entraînerait une compression des marges des banques. En outre, la transmission de la politique monétaire *via* l'intermédiation bancaire pourrait être affectée négativement, les banques pouvant couvrir en partie les coûts en relevant les taux débiteurs ou les commissions et autres frais dans leurs activités de ventes croisées. Réduire davantage les taux d'intérêt, dans un environnement de marché caractérisé par une incertitude relative aux conséquences de taux négatifs, pourrait aussi exacerber encore la volatilité des marchés financiers et avoir des répercussions directes et négatives sur la confiance des ménages et des entreprises dans la zone euro, et peser également sur la rentabilité des sociétés d'assurance et des fonds de pension, y compris des régimes de retraite du secteur privé. Enfin, de la prudence a aussi été exprimée quant à l'efficacité de nouvelles réductions du taux de la facilité de dépôt, tant à l'égard des canaux de transmission domestiques que du canal du taux de change.

D'autre part, un certain nombre d'arguments faisant valoir les avantages d'une nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt ont été avancés. Abaisser encore le taux en territoire négatif a été vu comme un outil efficace pour apporter un assouplissement monétaire supplémentaire, qui renforcerait aussi l'incidence des autres mesures de politique monétaire en place en stimulant la « vitesse des réserves ». De plus, les baisses passées de ce taux n'ont pas seulement induit des diminutions des taux d'intérêt à court terme, mais ont comprimé les taux d'intérêt également sur la partie à long terme de la courbe des rendements. S'agissant de l'éventuelle incidence sur la rentabilité des banques, une perspective d'équilibre général était justifiée, allant au-delà des effets directs de taux d'intérêt négatifs sur le compte de résultat des banques. Au total, dans une perspective plus large, la combinaison de toutes les mesures de politique monétaire adoptées, y compris les taux négatifs, a apporté jusqu'à présent une contribution positive à la rentabilité des banques. Cela est attesté par la hausse globale du produit net d'intérêt et du rendement des capitaux propres des banques courant 2015, première année entière de taux négatifs, ainsi que par l'augmentation des volumes de prêts. Les banques ont bénéficié de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt, la baisse des revenus d'intérêt étant plus que compensée par la réduction des coûts du financement et l'accroissement des volumes de crédit, ainsi que par d'éventuelles plus-values sur actifs. S'agissant de l'éventuelle dimension extérieure d'une réduction des taux directeurs, il a fallu souligner que le nouvel assouplissement monétaire avait pour objectif d'améliorer les conditions de financement domestiques.

Globalement, dans ce contexte, les membres du Conseil ont largement soutenu une nouvelle baisse du taux de la facilité de dépôt. En ce qui concerne l'ampleur envisagée de cette baisse, l'importance de la communication et le lien avec la formulation des indications sur l'orientation future de la politique monétaire ont été soulignés. D'une part, une baisse plus marquée pouvait être envisagée, associée à des indications sur le fait que le plancher effectif aurait été atteint en pratique. D'autre part, la proposition d'une baisse de taux limitée pouvait être jugée appropriée pour le moment, compte tenu de l'évaluation actuelle,

sans exclure toutefois la possibilité et les perspectives de nouvelles baisses si les perspectives de stabilité des prix le justifiaient.

La plupart des membres du Conseil avaient une préférence pour la baisse proposée de dix points de base, associée au maintien de la formule « à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas » dans les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs. Il a été avancé que, du point de vue actuel, et compte tenu du soutien apporté par les mesures de politique monétaire à la croissance et à l'inflation, les taux directeurs devraient se maintenir à des niveaux très bas et qu'on ne devait pas s'attendre, à ce stade, à de nouvelles baisses des taux. Cependant, le Conseil des gouverneurs n'exclurait pas de futures baisses des taux directeurs, de nouveaux chocs pouvant modifier les perspectives d'inflation, ce qui justifierait de prendre de nouvelles mesures de politique monétaire, les taux directeurs continuant de faire partie de sa boîte à outils.

Les membres du Conseil ont également débattu de la possibilité d'introduire un régime d'exemption du taux de la facilité de dépôt applicable aux excédents de réserves constitués par les banques. Ce dispositif était vu en principe comme un instrument destiné à limiter les éventuels effets négatifs sur les bénéficiaires des banques et à assurer la bonne transmission de la politique monétaire. Toutefois, des doutes ont été exprimés en raison de la complexité globale d'un tel système d'un point de vue opérationnel et compte tenu du peu d'éléments attestant d'effets secondaires négatifs au stade actuel. Dans ce contexte, l'introduction d'un régime d'exemption n'a pas été considérée comme justifiée pour le moment.

Enfin, en ce qui concerne les indications sur l'orientation future de la politique monétaire, un large soutien a été exprimé à l'établissement d'un lien entre les indications relatives à la trajectoire probable des taux directeurs et celles relatives aux achats d'actifs, de manière hiérarchique et séquentielle, en ajoutant « et bien au-delà de l'horizon fixé pour nos achats nets d'actifs » à la formulation existante des indications prospectives. Cela pourrait ancrer les anticipations relatives à la chronologie, apportant ainsi une plus grande clarté aux anticipations du Conseil des gouverneurs concernant la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. La formulation envisagée pour les indications relatives aux taux directeurs doit être pleinement cohérente avec la stratégie de politique monétaire de la BCE, afin de refléter l'orientation prospective courante relative aux achats d'actifs et de garantir l'interdépendance entre l'APP et les taux d'intérêt directeurs. Toutefois, il a également été remarqué que le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau bien au-delà de l'horizon de l'APP pourrait être perçu par le public comme une autorisation de dépassement de l'objectif d'inflation dans le futur.

Dans l'évaluation globale de l'ensemble des mesures proposées, plusieurs remarques ont été formulées quant à l'efficacité des mesures de politique monétaire adoptées précédemment et de celles proposées, compte tenu également des inquiétudes récentes des marchés concernant les limites de la politique monétaire. Les membres du Conseil sont largement convenus que les mesures de politique monétaire adoptées depuis juin 2014 ont été essentielles pour soutenir la reprise dans la zone euro et empêcher une désinflation plus forte. Il a donc été jugé important de réaffirmer énergiquement que les mesures de politique monétaire fonctionnent effectivement et ont produit les effets attendus, ce qui est largement attesté. La combinaison de mesures telles que les baisses de taux d'intérêt, les indications prospectives de politique monétaire, les mesures antérieures d'assouplissement du crédit et l'APP, avaient entraîné un

assouplissement généralisé et significatif des conditions de financement pour tous les secteurs de l'économie.

En particulier, les mesures de politique monétaire adoptées depuis juin 2014 sont jugées avoir apporté une contribution essentielle à l'inversion de la dynamique du crédit. Ces mesures ont également contribué à réduire la fragmentation, avec les répercussions de l'amélioration de l'orientation de la politique monétaire de la BCE dans les pays les plus touchés par la crise, les baisses des taux débiteurs appliqués aux SNF suite aux mesures de politique monétaire adoptées par la BCE depuis juin 2014 étant nettement plus fortes dans ces pays.

Il convient de souligner que les mesures de politique monétaire adoptées ont démontré leur efficacité et ont eu des effets significatifs sur la croissance de l'inflation. Dans un scénario contrefactuel d'absence de soutien de la politique monétaire, l'inflation serait probablement franchement négative et la croissance économique nettement plus faible. L'environnement actuel de faible inflation ne doit pas être imputé à l'inefficacité des mesures de politique monétaire, mais résulte plutôt largement d'une succession de chocs négatifs issus principalement de l'environnement extérieur, mais aussi de pressions d'origine interne sur les prix plus faibles qu'attendu. En parallèle, il a été observé que les risques et les effets secondaires éventuels des instruments de politique monétaire utilisés, s'agissant notamment des risques pour la stabilité financière, devaient être mieux compris et nécessitaient une analyse et une évaluation approfondies.

Les membres du Conseil ont dans l'ensemble fait part de leur confiance dans l'efficacité des mesures envisagées, malgré les opinions nuancées exprimées à propos des mérites relatifs des différentes mesures. Globalement, il a été souligné que le programme adopté était un ensemble complet de mesures largement complémentaires et se renforçant mutuellement. Tandis que la baisse des taux d'intérêt doit affecter l'ensemble des échéances de la courbe des rendements, les achats d'actifs en ont encore aplati la pente, les effets de rééquilibrage des portefeuilles étant renforcés par les taux d'intérêt négatifs. Dans le même temps, les nouvelles séries de TLTRO et les achats d'obligations privées non bancaires devraient encore assouplir les conditions de financement des banques et des entreprises, renforçant la transmission de l'orientation de politique monétaire aux conditions d'emprunt du secteur privé.

Tandis que la politique monétaire se devait de tout faire pour respecter son objectif de stabilité des prix, il a été fermement rappelé que les autres domaines de la politique économique devaient accélérer de façon décisive leurs efforts pour renforcer les perspectives d'une croissance durable dans la zone euro, ainsi que pour éviter d'imposer une surcharge à la politique monétaire.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte général, et compte tenu des opinions exprimées par les membres du Conseil des gouverneurs, le président a conclu qu'une large majorité des membres votants soutenait l'ensemble des mesures proposées, comportant la baisse des taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème et de la facilité de prêt marginal de 5 points de base à 0,00 % et 0,25 %, respectivement, la baisse du taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base à - 0,40 %, l'extension des achats

mensuels effectués dans le cadre de l'APP à 80 milliards d'euros, à partir d'avril, l'inclusion des obligations bien notées libellées en euros émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro dans la liste des actifs éligibles aux achats réguliers, et le lancement d'une nouvelle série de quatre opérations de refinancement à plus long terme ciblées, toutes d'une durée de quatre ans, à compter de juin 2016.

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/is160310.fr.html>

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.fr.html>

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/cp-bce-nouvelle-serie-operations-TLTROII-20160310.pdf

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/cp-bce-programme-achats-APP-CSPP-20160310.pdf

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 9 et 10 mars 2016

Membres

M. Draghi, président

M. Constâncio, vice-président

M. Bonnici

M. Cœuré

M. Costa

Mme Georghadji

M. Hansson*

M. Jazbec

M. Knot

M. Lane*

Mme Lautenschläger

M. Liikanen

M. Linde

M. Makúch

M. Mersch

M. Nowotny
M. Praet
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Smets
M. Stournaras*
M. Vasiliauskas
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann*

* Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 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. 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

M. Fagan
M. Hernández de Cos
M. Kaasik
M. Kuodis
Mme Le Lorier
M. Mifsud
M. Mooslechner
M. Mrva
M. Nagel
M. Panetta
M. Ramalho
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Välimäki

M. Wunsch

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général Opérations de marché

M. Klöckers, directeur général adjoint Questions économiques

M. Rostagno, directeur Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 19 mai 2016.