



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**

EUROSYSTEME

19 février 2015

**Compte-rendu de la réunion de politique monétaire**

du Conseil des gouverneurs  
de la Banque centrale européenne

à Francfort-sur-le-Main

mercredi 21 et jeudi 22 janvier 2015

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

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

### *Les évolutions des marchés financiers*

M. Coeuré a procédé à l'examen des évolutions récentes sur les marchés financiers.

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début décembre 2014, plusieurs évolutions ont contribué à une volatilité élevée sur les marchés. Une forte baisse des cours de pétrole brut a renforcé l'anticipation par les marchés d'un recul de l'inflation et d'une politique monétaire plus accommodante dans la zone euro. Dans l'ensemble, les rendements des obligations souveraines ont poursuivi leur recul dans la plupart des pays de la zone euro et l'euro s'est déprécié par rapport à la plupart des devises.

S'agissant de l'environnement international, des évolutions majeures ont été observées sur le marché du pétrole, notamment une diminution de plus de 50 % du cours du *Brent* depuis juin 2014. Les anticipations des marchés ainsi que les probabilités tirées des options sur pétrole brut indiquent que le bas niveau des cours du pétrole est appelé à persister à l'horizon pertinent pour la politique monétaire. D'après les intervenants de marché, les facteurs sous-tendant ce recul sont très différents de ceux qui prévalaient en 2009, lorsque le marché était caractérisé par une baisse de la demande, et les analystes prévoient le maintien à court terme des conditions actuelles d'offre excédentaire.

La poursuite de la baisse des cours du pétrole a eu une incidence sur les anticipations d'inflation fondées sur les marchés, qui ont continué de fléchir aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro. Sur les marchés boursiers, les cours des actions des entreprises du secteur de l'énergie se sont inscrits en baisse partout dans le monde, avec des reculs cependant moins prononcés, en règle générale, sur les marchés européens qu'aux États-Unis.

Concernant la zone euro, l'anticipation par les marchés de la mise en place d'un vaste programme d'achat, d'obligations du secteur public notamment, s'est encore accentuée depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début décembre 2014. Compte tenu des perspectives de baisse de l'inflation et de la communication récente des membres du Conseil des gouverneurs, les intervenants de marché s'attendaient à une annonce imminente. La semaine dernière, les commentaires des marchés portaient de plus en plus sur les modalités possibles d'un programme de ce type.

Reflétant l'anticipation par les marchés d'une orientation encore plus accommodante de la politique monétaire, les rendements des obligations souveraines ont continué de s'inscrire en baisse, revenant à des points bas historiques dans la plupart des pays de la zone euro, et les courbes de rendement de ces obligations ont continué de s'aplatir dans la plupart des États de la zone euro. Par conséquent, les courbes de rendement sont devenues encore plus négatives dans plusieurs pays de la zone.

En Grèce, les évolutions politiques ont abouti à une période de volatilité sur le marché des obligations souveraines. Les rendements des emprunts publics grecs ont augmenté, notamment sur les échéances courtes,

aboutissant à une inversion de la courbe des rendements des obligations souveraines. L'incidence sur les autres marchés d'obligations souveraines de la zone euro a été limitée.

Dans un contexte d'anticipation d'une orientation encore plus accommodante de la politique monétaire, l'euro s'est déprécié par rapport aux principales devises, à l'exception du yen japonais. Depuis la réunion de début décembre 2014, l'euro a fléchi de 6 % environ contre dollar, revenant à son point le plus bas depuis onze ans, inférieur à 1,16 dollars US, sous l'effet en partie des anticipations de forte croissance aux États-Unis. Les prévisions de nombreux analystes relatives au taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar ont été revues fortement à la baisse. Les indications tirées des marchés des options font également état d'une distribution asymétrique des anticipations de marché, avec une plus grande probabilité attribuée à une nouvelle dépréciation de l'euro. La décision de la Banque nationale suisse, le 15 janvier 2015, de mettre fin au taux plancher de CHF 1,20 pour un euro et d'abaisser la fourchette-objectif de son taux directeur comprise entre -0,75 % et 0,25 % à une fourchette allant de -1,25 % à -0,25 %, a conduit à une forte appréciation du franc suisse contre euro. Les rendements des emprunts publics suisses assortis d'échéances inférieures ou égales à treize ans sont devenus négatifs.

Après une pause de deux semaines durant la période des fêtes de Noël, les programmes d'achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs (ABS) ont repris le 5 janvier 2015. Les achats effectués dans le cadre du troisième programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3) et du programme d'achat d'ABS (ABSPP) s'élevaient à, respectivement, 33,1 milliards d'euros et 2,1 milliards le vendredi 16 janvier 2015. Après un début d'année plat, l'activité sur le marché des obligations sécurisées s'est nettement redressée au cours de la troisième semaine de janvier. Outre les achats effectués par l'Eurosysteme, les contreparties ont également constaté une forte participation des investisseurs privés sur le marché primaire des obligations sécurisées. Les écarts de taux des *swaps* sur obligations sécurisées ont été récemment relativement stables après un net resserrement suivant l'annonce initiale du CBPP3 et au cours des premières semaines d'achats effectués dans le cadre de ce programme. Sur le marché des ABS, l'activité en début d'année est restée plus modérée, les intervenants de marché continuant de citer l'accès à des sources de financement plus attrayantes et la marge de manœuvre limitée pour un allègement des besoins en fonds propres comme étant les principaux obstacles à une plus forte activité d'émission d'ABS, qu'il s'agisse des émissions nouvelles ou du placement sur le marché des émissions retenues.

Les pressions à la baisse sur les taux du marché monétaire se sont intensifiées récemment, les niveaux plus élevés d'excédent de liquidité ayant amplifié l'incidence de la réduction des taux décidée en septembre 2014. L'Eonia, qui avait fait preuve de résistance au dernier trimestre 2014, a fléchi en liaison avec un excédent de liquidité plus important. Sur le marché des pensions à court terme, les taux sur le compartiment des pensions au jour le jour se situent à un niveau proche de celui du taux appliqué à la facilité de dépôt. L'Euribor 3 mois a atteint un nouveau point bas historique de 5,5 points de base. Dans le même temps, l'anticipation par les marchés d'une orientation encore plus accommodante de la politique monétaire a favorisé une baisse des taux anticipés du marché monétaire, à l'exception de l'Eonia attendu

au cours de la première période de constitution de réserves de 2015 qui demeure relativement élevé, autour de -4 points base, en raison d'une incertitude quant aux conditions de la liquidité à court terme. Cette incertitude résulte principalement de l'arrivée à échéance des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans, le 29 janvier 2015 et le 26 février 2015, susceptible d'entraîner une diminution temporaire de l'excédent de liquidité. Toutefois, les achats d'actifs en cours ainsi que les procédures existantes d'appels d'offres à taux fixe et servis intégralement, qui permettent aux banques de satisfaire leur demande de liquidité de banque centrale, sont censés atténuer cette incertitude.

### *L'environnement international et les évolutions économiques et monétaires dans la zone euro*

M. Praet a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

L'économie mondiale devrait poursuivre sa reprise graduelle, avec cependant des évolutions inégales entre les différentes régions. En dépit de la légère modération de la dynamique de croissance dont les enquêtes les plus récentes font état pour le dernier trimestre 2014, l'activité mondiale a été soutenue par la récente baisse des cours du pétrole. Les échanges commerciaux internationaux se sont améliorés au troisième trimestre 2014, l'indice global des directeurs d'achat (PMI) mesurant les nouvelles commandes à l'exportation signalant un léger ralentissement au dernier trimestre de l'année. L'inflation mondiale est restée faible en novembre 2014, la hausse annuelle de l'IPC dans l'OCDE revenant à 1,5 % (1,7 % hors énergie et produits alimentaires). Les cours du *Brent* sont retombés à 49 dollars le baril, le 20 janvier 2015, soit une baisse de plus de 50 % par rapport au niveau constaté en janvier 2014. Les prix des matières premières hors énergie ont légèrement diminué depuis début décembre 2014, essentiellement sous l'effet des prix des métaux. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début décembre 2014, l'euro s'est déprécié de 6 % par rapport au dollar et de 4 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis de 19 partenaires commerciaux (TCE-19). La dépréciation effective de l'euro a été constatée pour moitié le 15 janvier 2015, avec l'abandon par la Banque nationale suisse de son taux plancher officiel de CHF 1,20 pour un euro.

La croissance du PIB en volume de la zone euro a été confirmée à 0,2 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2014, conformément aux projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème. La demande intérieure a apporté une contribution positive, notamment sous l'effet des évolutions de la consommation, soutenues par une accélération de la progression du revenu disponible brut des ménages, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution neutre. La faible dynamique de croissance dans la zone euro au cours des derniers trimestres a essentiellement reflété l'atonie de l'investissement, en raison de l'érosion persistante des bénéfices des entreprises, comme en témoigne par exemple la nouvelle diminution du ratio d'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée, ainsi que

l'existence d'importantes capacités inutilisées et les préoccupations relatives aux perspectives de croissance dans un contexte de ralentissement du rythme des réformes dans plusieurs pays de la zone euro.

Les indicateurs disponibles font état d'une faible croissance au quatrième trimestre 2014. En octobre et en novembre, la production industrielle hors construction s'est établie, en moyenne, 0,3 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre, où elle s'était contractée de 0,4 % en rythme trimestriel. Sur la même période, la production dans la construction est ressortie 0,5 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre, où elle avait également enregistré une baisse. Les évolutions récentes du commerce de détail et des immatriculations de voitures reflètent une poursuite de la croissance de la consommation privée au quatrième trimestre, tandis que la production de biens d'équipement témoigne d'une expansion modérée de l'investissement dans la zone euro. En dépit du recul, en rythme trimestriel, de l'indice composite des directeurs d'achat pour la production et de l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission européenne enregistré au quatrième trimestre, leurs niveaux sont conformes à la persistance d'une croissance modérée vers la fin de l'année. En dépit de la hausse de la production au cours des derniers trimestres et de la baisse du taux de chômage par rapport au pic de 2013, la sous-utilisation des capacités de production dans l'économie reste importante. Selon les estimations disponibles, l'écart de production est actuellement aussi élevé qu'en 2009 et ne devrait se resserrer que progressivement.

S'agissant du marché du travail, l'emploi a progressé de 0,2 % en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2014, et la productivité par personne employée de 0,2 % en rythme annuel. Toutefois, le taux de chômage de la zone euro est demeuré globalement inchangé autour de 11,5 % entre juin et novembre 2014. L'indice des directeurs d'achat pour les perspectives d'emploi laisse présager une nouvelle amélioration modeste de la situation du marché du travail pour la période à venir.

Les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2014, de 1,0 % en 2015 et de 1,5 % en 2016. Les prévisions disponibles établies par les institutions internationales et du secteur privé sont globalement en ligne avec ces projections.

Concernant les prix, l'inflation dans la zone euro est demeurée très basse et les perspectives moroses. D'après Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a été négative en décembre 2014, s'établissant à -0,2 %, après 0,3 % en novembre, en raison essentiellement d'un fléchissement du taux de variation annuel de la composante énergie mais également de la composante produits alimentaires. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 0,7 % en décembre, sans changement depuis octobre 2014, sous l'effet de taux de variation annuels globalement stables de la composante produits manufacturés hors énergie et de la composante services. La hausse annuelle moyenne de l'IPCH est ressortie à 0,4 % en 2014.

Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème, le taux d'inflation constaté en décembre est moins élevé que prévu, à cause, dans une large mesure, des évolutions de la composante énergie à la suite des fortes baisses récentes des cours du pétrole brut. Parmi les

composantes de l'IPCH, la part des postes affichant des taux de variation négatifs ou faibles est demeurée élevée.

Les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont confirmé les perspectives de pressions modérées sur les prix au cours des prochains mois. Celles provenant des enquêtes de la Commission européenne confirment également la persistance de pressions modérées sur les prix de vente dans l'ensemble des principaux secteurs de l'économie de la zone euro. Les anticipations relatives aux prix de vente se sont stabilisées dans les secteurs du commerce de détail et des services, alors qu'elles ont poursuivi leur recul dans le secteur industriel.

Les évolutions des prix à la production ont été très modérées. Le taux de variation annuel des prix à la production hors construction et énergie est demeuré inchangé à -0,2 % en novembre 2014. La hausse des prix à la production des biens de consommation hors produits alimentaires s'est légèrement ralentie, revenant à 0,2 % en novembre après 0,3 % en octobre, et le taux de variation annuel des prix à la production des denrées alimentaires de consommation, positif jusqu'en juin 2014, a légèrement fléchi, s'inscrivant à -1,2 % en novembre après -1,1 % en octobre.

Les coûts de main-d'œuvre ont également confirmé la persistance de tensions d'origine interne modérées sur les prix. La progression annuelle des salaires, telle que mesurée par la rémunération par tête, est revenue à 1,3 % au troisième trimestre 2014 (selon la nouvelle méthodologie du SEC 2010) après 1,4 % au deuxième trimestre, essentiellement en raison d'une moindre contribution des secteurs industriel et de la construction. Toutefois, en dépit de la moindre hausse de la rémunération par tête, la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est légèrement accentuée au troisième trimestre, en raison d'un ralentissement de la croissance annuelle de la productivité.

Les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro atteindra 0,7 % en 2015 et 1,3 % en 2016. Depuis la date d'arrêt de ces projections, plusieurs prévisionnistes ont révisé très nettement à la baisse leurs perspectives d'inflation pour 2015, reflétant essentiellement la récente baisse des cours du pétrole.

En ce qui concerne les perspectives, les dernières informations disponibles indiquent que les taux d'inflation annuels mesurés par l'IPCH sont susceptibles de rester négatifs pendant un certain temps, reflétant principalement la récente baisse des cours du pétrole, partiellement compensée par la récente dépréciation de l'euro. Pour 2016, la pente de la courbe des prix des contrats à terme sur le pétrole indique une atténuation de l'incidence baissière du recul des cours du pétrole ; conjuguée avec l'incidence de la dépréciation de l'euro, cette évolution continuera de favoriser une remontée progressive des taux d'inflation.

Selon les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme établies à partir de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2015, le taux d'inflation attendu à cinq ans s'élève à 1,77 % après 1,80 % dans la précédente enquête. Les mesures tirées d'indicateurs de marché, telles que le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, ont encore un peu diminué depuis

la réunion du Conseil des gouverneurs de début décembre 2014, avec une plus forte révision à la baisse des taux d'inflation anticipés à court terme.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est maintenue à des valeurs proches de zéro au cours des tout derniers mois sur les échéances très courtes, alors qu'elle s'est encore inscrite en baisse sur les échéances plus longues. Le coût des emprunts bancaires a fortement diminué depuis l'été. La croissance de la masse monétaire et des prêts s'est redressée récemment, demeurant faible toutefois. La progression annuelle de M3 s'est encore accentuée, atteignant 3,1 % en novembre 2014, après 2,5 % en octobre. Le rebond de la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large, qui se situait à un point bas de 0,8 % en avril 2014, a concerné l'ensemble des pays et des secteurs. La croissance de M3 annualisée sur trois mois est ressortie à 5 % environ depuis juillet 2014. Cette évolution résulte d'importants flux en direction des dépôts à vue des ménages et des sociétés non financières dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt. La croissance annuelle de M1 est demeurée soutenue, se redressant encore en novembre 2014 pour s'établir à 6,9 %, après 6,2 % en octobre. Les évolutions constatées en novembre reflètent également la plus grande préférence des investisseurs pour les actifs de la zone euro, comme en témoignent les enquêtes menées auprès d'eux en novembre.

En dépit d'une dynamique de prêts toujours faible, de nouveaux éléments indiquent qu'un tournant a été atteint au deuxième trimestre 2014. Le taux de variation annuel des prêts octroyés par les institutions financières monétaires (IFM) aux sociétés non financières, en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a continué de se redresser en novembre 2014 pour s'établir à -1,3 %, après -1,6 % en octobre et le creux de -3,2 % qu'il avait atteint en février 2014. Le taux de croissance annuel des prêts consentis par les IFM aux ménages, en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a également poursuivi sa légère hausse en novembre 2014, s'établissant à 0,7 % après 0,6 % en octobre. Des cessions, par les IFM, de titres de créance émis par les administrations publiques ont été constatées en novembre, contrairement à octobre.

D'après l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, l'assouplissement net des critères d'octroi des crédits pour l'ensemble des catégories de prêts s'est poursuivi au quatrième trimestre 2014. Cette évolution résulte essentiellement d'une amélioration du coût de financement et des bilans, ainsi que d'une intensification de la pression concurrentielle. Ces critères demeurent toutefois relativement restrictifs dans une perspective historique. La demande a progressé pour toutes les catégories de prêts, l'accentuation de la demande de prêts des entreprises s'expliquant dans une large mesure par les besoins de financement de la FBCF.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, les projections macroéconomiques de décembre 2014 établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'orientation budgétaire moyenne dans la zone euro, telle que mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, sera globalement neutre sur l'horizon de projection.

## *Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, et en recoupant les résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire, les perspectives macroéconomiques dans la zone euro commencent à se stabiliser, après un affaiblissement de la dynamique au deuxième semestre 2014, avec un potentiel de renforcement à terme. Dans le même temps, une accélération modérée de la croissance de M3 a été enregistrée, parallèlement à une variation moins négative du crédit. Cela étant, la dynamique de l'inflation dans la zone euro s'est encore affaiblie en raison de la poursuite de la chute brutale des cours du pétrole, indiquant que les risques macroéconomiques liés à une période trop prolongée de faible inflation se sont encore intensifiés et que les risques d'effets de second tour se sont accrus.

Dans ce contexte, M. Praet a rappelé les éléments essentiels de la déclaration introductive de décembre 2014. Par conséquent, il y a lieu à présent de réévaluer les perspectives d'inflation et d'examiner si la relance monétaire déjà engagée demeure adaptée pour atteindre des taux d'inflation inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ou si un programme étendu d'achats d'actifs est devenu nécessaire afin de remplir le mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE.

En commençant par une évaluation de la relance monétaire réalisée, la dimension « prix » ou « écart de rendement » a dépassé les prévisions initiales. Les écarts de rendement des obligations sécurisées et des ABS se sont fortement resserrés depuis le début du programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3) et du programme d'achat d'ABS (ABSPP). Les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont contribué à la poursuite de la baisse des taux des prêts bancaires dans la zone euro, assouplissant ainsi les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages. Toutefois, l'élément « quantitatif » des mesures du Conseil des gouverneurs n'ont clairement pas répondu aux attentes initiales. L'estimation des montants adjugés lors des huit TLTRO est nettement plus faible qu'envisagé en septembre 2014. En outre, s'agissant de l'évolution de l'ABSPP, les volumes d'achat cumulés ont été modestes jusque-ici, contrairement aux importants achats d'obligations sécurisées.

Coïncidant avec cette insuffisance de la relance quantitative, une détérioration persistante des perspectives de stabilité des prix à moyen terme a été observée. La forte baisse des cours du pétrole constitue, en elle-même, un facteur positif pour les perspectives économiques, mais uniquement si les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées. Dans l'environnement actuel de très faible évolution des prix, de nouvelles diminutions des cours des matières premières ont accentué une tendance baissière évidente depuis le début de la crise de la dette souveraine et ont accru le risque d'une inflation demeurant « trop basse pendant trop longtemps ». Premièrement, toute une gamme d'indicateurs disponibles relatifs à l'inflation se sont établis à, ou à des niveaux proches de, leurs planchers historiques. Deuxièmement, les mesures de l'inflation excluant de l'IPCH certaines composantes montrent aussi actuellement une résistance nettement moins importante aux chocs négatifs d'inflation globale. Troisièmement, la chute brutale des cours du pétrole a contribué à une

nouvelle baisse des anticipations d'inflation à long terme telles que mesurées par des indicateurs de marché, dénotant ainsi un accroissement du risque de perte d'ancrage de ces anticipations.

Dans ce contexte, le risque d'effets de second tour a encore augmenté et, avec celui-ci, le risque d'une période trop prolongée d'inflation trop basse. Cette situation soulève la possibilité de l'apparition de forces déflationnistes, ce qui ne permettrait pas une attitude de « bienveillante indifférence » (*benign neglect*).

En tenant compte de l'ensemble des paramètres et sur la base de l'examen régulier de la situation économique et monétaire du Conseil des gouverneurs, M. Praet a suggéré que deux options de politique monétaire pourraient être envisagées. D'un côté, on pourrait avancer que les éléments disponibles indiquent clairement qu'il est nécessaire de prendre des mesures au cours de la présente réunion en vue d'accentuer l'orientation monétaire accommodante. D'un autre côté, on pourrait préférer une approche attentiste, de manière à continuer à suivre attentivement les évolutions et attendre que davantage d'informations soient disponibles, par exemple dans le cadre des projections macroéconomiques de mars 2015 réalisées par les services de la BCE.

Il serait également nécessaire de prendre dûment en compte les risques découlant de la décision de ne pas agir lors de la présente réunion, qui pourraient être plus importants que les risques liés à la prise de mesures. Premièrement, une grande partie du très important ajustement des prix financiers observé au cours des dernières semaines se dénouerait probablement rapidement si aucune mesure de politique monétaire n'était prise au cours de cette réunion. Cela reviendrait de fait à un resserrement injustifié de l'orientation de la politique monétaire. Deuxièmement, l'option consistant à agir lors de cette réunion contribuerait à renforcer la reprise économique, qui est actuellement trop faible pour supporter un retour des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. Troisièmement, la décision d'agir énergiquement durant cette réunion devrait contribuer à contrer le recul des anticipations d'inflation à long terme et encourager le retour progressif de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Si le Conseil des gouverneurs décidait d'agir, au cours de la présente réunion, en vue d'accentuer l'orientation accommodante de la politique monétaire, deux variantes pourraient être examinées s'agissant de la mise au point d'un programme étendu d'achats d'actifs incluant des obligations souveraines. Une option consisterait à limiter les achats à un sous-ensemble de la gamme des obligations souveraines, à savoir celles dont les émetteurs sont très bien notés (au moins AA). Une deuxième option serait d'autoriser les achats au sein d'un éventail plus large de titres d'État, à savoir les titres d'émetteurs bien notés (de AAA à BBB) dans des proportions reflétant la part de la banque centrale nationale (BCN) respective dans la clé de répartition du capital de la BCE. Toutefois, sur la base de l'analyse des services de la BCE et des travaux menés par les comités de l'Eurosystème, la première option est considérée comme moins efficace dans le contexte actuel.

Au final, les éléments suivants ont été jugés à même de fournir l'impulsion monétaire nécessaire afin de soutenir efficacement l'activité économique et de contribuer à ramener l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Premièrement, le Conseil des gouverneurs peut déterminer un rythme d'achats mensuels d'actifs cumulés, comprenant les achats effectués dans le cadre de l'ABSPP, du CBPP3 et les achats de titres

du secteur public, à hauteur de 50 milliards d'euros environ. Deuxièmement, il peut déterminer une période prévue pour les achats d'actifs, qui pourrait débuter en mars 2015 et dont l'échéance serait, par exemple, fin 2016. Troisièmement, ces décisions peuvent être associées au message fort selon lequel ces achats seront dans tous les cas réalisés jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif d'un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme.

S'agissant du partage des pertes hypothétiques dans le cadre d'un programme étendu d'achats d'actifs, le Conseil des gouverneurs peut choisir parmi un ensemble de possibilités de partage des pertes. Une option extrême est le partage total des pertes et une autre consiste à ne pas partager les pertes pour la partie du portefeuille détenue au bilan des BCN. Ces deux options impliquent des arbitrages. Des solutions intermédiaires peuvent cependant également être conçues afin d'atteindre un équilibre approprié. Dans tous les cas, l'unicité de la politique monétaire est préservée, comme le traduit le contrôle total que le Conseil des gouverneurs exercera toujours sur l'ensemble de ses instruments de politique monétaire, y compris les dispositions du programme étendu d'achats d'actifs, la BCE coordonnant toujours les achats. Dans le même temps, tenant compte de la structure institutionnelle unique de la zone euro, c'est-à-dire une monnaie unique coexistant avec 19 politiques économiques et budgétaires nationales, le Conseil des gouverneurs peut décider que, tandis qu'une part donnée d'achats de la BCE sera soumise à un régime de partage des risques, la part restante ne sera pas soumise à un partage des pertes.

M. Cœuré a ensuite présenté les détails opérationnels d'un éventuel programme d'achats de titres du secteur public. S'agissant des critères d'éligibilité pour de tels achats d'actifs, conformément à la décision du Conseil des gouverneurs relative à l'ABSPP et au CBPP3, les titres proposés à l'achat devraient satisfaire aux critères d'éligibilité des garanties et être libellés en euros. Ils devraient être émis par une entité, soit une administration centrale soit certaines agences ou institutions supranationales, si elles sont établies dans la zone euro.

En termes de notation, il serait exigé que la meilleure note des titres corresponde au moins à l'échelon 3 de qualité du crédit (CQS3), c'est-à-dire qu'il s'agisse de titres de qualité investissement (*investment grade*). S'ils étaient garantis, la garantie devrait être éligible conformément à l'orientation de la BCE/2011/14 amendée. Les titres n'ayant pas atteint le niveau de notation CQS3 seraient éligibles aussi longtemps que le seuil de qualité minimale du crédit de l'Eurosystème n'aurait pas été appliqué s'agissant de leur éligibilité, ce qui signifie que serait appliquée la même dérogation que pour la politique de garanties de la BCE et pour les ABS et les achats d'obligations sécurisées si les pays étaient soumis à un programme d'assistance financière. De plus, contrairement au cas des ABS et des obligations sécurisées, l'éligibilité serait soumise à un examen positif du programme et, de toute façon, les achats ne seraient possibles qu'en dehors des périodes d'examen.

S'agissant de la conception opérationnelle, il a été jugé approprié de ne pas imposer de minimum de volume d'émission.

L'échéance des achats pourrait être limitée à une durée résiduelle de deux ans au minimum et de trente ans au maximum au moment de l'achat. Une période d'interruption totale (*blackout period*), c'est-à-dire une période pendant laquelle les titres ne pourraient pas être achetés, a été jugée nécessaire pour préserver la distinction entre marché primaire et marché secondaire. Elle s'appliquerait également aux titres voisins le long de la courbe des rendements. Une telle disposition serait en ligne avec les pratiques antérieures visant à garantir le respect de l'interdiction du financement monétaire prévue dans le Traité.

De plus, une limite de la part d'émission, à un niveau uniforme de 25 %, a été envisagée. L'objectif de cette limite, qui plafonnerait la proportion d'une émission donnée que l'Eurosystème pourrait acheter, serait d'exclure toute possibilité pour l'Eurosystème d'obtenir une minorité de blocage sur une restructuration de la dette impliquant des clauses d'action collective (CAC). Un suivi et une analyse additionnelle sont nécessaires pour affiner la mise en œuvre de la limite d'émission, étant donné les spécifications liées aux CAC et les différentes structures des obligations. Cette question a nécessité un examen plus approfondi de la part du Conseil des gouverneurs.

S'agissant des pays ne respectant pas les critères de notation CQS3 mais bénéficiant d'une dérogation, un facteur d'ajustement supplémentaire pourrait être appliqué à la limite d'émission générale de 25 %, en vue d'établir une équivalence des risques globale, conforme aux règles mises en place dans les précédents programmes.

En termes de traitement des créanciers, l'Eurosystème accepterait le même traitement que les créanciers privés, c'est-à-dire un traitement *pari passu*. C'est un moyen de garantir que l'Eurosystème ne perturbe pas le fonctionnement normal du marché en obtenant la priorité vis-à-vis des investisseurs privés.

En outre, une seconde limitation pourrait être imposée sous la forme d'une limite agrégée sur les détentions de titres par l'Eurosystème, quel qu'en soit l'émetteur. Cette limite pourrait être fixée à 33 % de l'encours de titres d'un émetteur au sein des échéances restantes envisagées à l'achat. Cela constitue également une manière de préserver le mécanisme normal de formation des prix sur le marché, l'Eurosystème ne voulant pas évincer les investisseurs privés.

Les achats pourraient être guidés par une référence révisée sur une base trimestrielle et pourraient être ajustés par la suite. Il faut admettre qu'une certaine flexibilité est nécessaire à la fois au fil du temps et entre les juridictions, afin de prendre en compte la situation sur les marchés. Dans de tels cas, il pourrait être nécessaire de s'écarter de manière marginale de l'allocation de référence en raison de considérations opérationnelles. Pour les obligations émises par les administrations centrales et d'autres agences établies dans la zone euro, une référence pourrait être définie sur la base de la clé de répartition du capital de la BCE et les achats mis en œuvre de manière décentralisée par toutes les BCN.

Les titres indexés sur l'inflation seraient achetés uniquement par les BCN nationales, proportionnellement à leur part nominale dans le total des titres pouvant être acquis. Si l'Eurosystème n'achetait pas de titres indexés sur l'inflation, cela pourrait fortement fausser les points morts d'inflation.

Les contreparties éligibles pourraient être les contreparties éligibles aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème, ainsi que toute autre contrepartie utilisée par l'Eurosystème pour le placement de ses portefeuilles libellés en euros.

En termes de prêts de titres, de telles opérations seraient menées aussi rapidement que possible, ce qui contribuerait également à soutenir le fonctionnement des marchés.

Afin de compléter les options de politique monétaire, des modifications des conditions attachées aux six TLTRO restantes pourraient être envisagées. Étant donné l'évolution de la prime de terme sur la partie avant de la courbe des rendements, l'écart de 10 points de base sur le taux appliqué aux opérations principales de refinancement pourrait être éliminé pour les six adjudications de TLTRO restantes.

## **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 entre les membres du Conseil des gouverneurs sur l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet. Les informations disponibles étaient globalement conformes aux perspectives à court terme relatives à la croissance du PIB en volume figurant dans les projections macroéconomiques de décembre 2014 des services de l'Eurosystème, et demeuraient cohérentes à la fois avec une croissance modérée vers la fin de l'année et une reprise progressive de l'économie au cours de la période suivante, qui était encore incertaine et exposée à des risques à la baisse.

La principale information postérieure à la réunion du Conseil des gouverneurs du 4 décembre 2014 a concerné la poursuite de la forte baisse des cours du pétrole. De plus, les taux d'intérêt avaient diminué et le taux de change de l'euro s'était encore déprécié. Dans le même temps, il a été souligné que les récentes évolutions favorables des marchés financiers reflétaient largement les anticipations du marché relatives aux décisions de politique monétaire devant être prises lors la réunion en cours. En conséquence, on pouvait s'attendre à une inversion des évolutions récentes des marchés financiers si aucune nouvelle mesure de politique monétaire n'était annoncée. S'il devait en être ainsi, l'incidence positive associée sur les perspectives en matière de croissance et de prix pourrait être annulée et un degré plus élevé de volatilité ou d'instabilité des marchés financiers pourrait créer des risques supplémentaires. Toutefois, il a également été remarqué que la dépréciation de l'euro par rapport au dollar pourrait fondamentalement être attribuée à la différence entre les trajectoires de croissance des États-Unis et de la zone euro, plutôt qu'aux seules anticipations de politique monétaire relatives à l'annonce par la BCE d'un vaste programme d'achat d'actifs à l'issue de la réunion.

L'évaluation selon laquelle les évolutions de l'économie de la zone euro restaient caractérisées par la faiblesse prolongée de la demande et par un manque de confiance, attesté notamment par la faiblesse durable de l'investissement, a été largement partagée. Cela a confirmé également la nécessité persistante de remédier aux faiblesses structurelles sous-jacentes et d'améliorer l'environnement des affaires afin de libérer le potentiel de croissance de la zone euro.

Dans ce contexte, la baisse des cours du pétrole devrait être un facteur positif, soutenant les perspectives de croissance dans la zone euro, et pourrait contribuer à limiter les risques à la baisse pour la croissance. Il a été remarqué qu'il existait même des risques à la hausse pour les perspectives de croissance en raison du choc sur les prix du pétrole. Toutefois, cette incidence positive est conditionnée par la contribution relative des facteurs d'offre et des facteurs de demande à la baisse des prix du pétrole. Dans ce contexte, la baisse des prix du pétrole au cours de la majeure partie de 2014 a été largement considérée comme résultant d'une combinaison de facteurs d'offre et de demande, tandis qu'il semblait y avoir un consensus sur le fait que, durant la période la plus récente, cette baisse était principalement influencée par des facteurs d'offre, ce qui devrait être favorable à la croissance. La baisse des cours du pétrole devrait finalement se répercuter sur les évolutions de l'investissement, et la consommation devrait également être soutenue par la hausse du revenu réel disponible. Tandis que la croissance mondiale est restée modeste, on a observé les signes d'une reprise progressive, irrégulière, qui devrait également être soutenue par la baisse des prix du pétrole. Cela étant, il a été remarqué qu'une évaluation plus optimiste des évolutions économiques était possible, plusieurs signes apparaissant positifs.

Toutefois, il y avait plusieurs sources d'incertitude quant à l'ampleur de l'incidence positive sur la croissance de la baisse des cours du pétrole. Par exemple, cette baisse pourrait également se traduire par une hausse des taux d'épargne plutôt qu'une augmentation des dépenses intérieures des entreprises et des ménages. Cela serait positif pour la croissance sur un horizon de plus long terme et apporterait un soutien au processus en cours de réduction du levier d'endettement et de renforcement des bilans, mais ne contribuerait pas à soutenir la demande à court terme.

Au total, il a été avancé que la baisse des cours du pétrole devrait permettre, dans tous les cas, au Conseil des gouverneurs d'avoir une plus grande confiance dans la reprise de l'économie, mais il n'est pas apparu aussi nettement si cette baisse affecterait essentiellement la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance ou si elle se traduirait effectivement par une révision à la hausse de la croissance de la zone euro. À ce stade, les membres du Conseil partageaient globalement l'avis de maintenir leur évaluation selon laquelle, tout compte fait, les risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro étaient orientés à la baisse, ces risques ayant néanmoins diminué sous l'effet de la baisse des prix du pétrole.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. L'inflation de la zone euro mesurée par l'IPCH est tombée à -0,2 % en décembre 2014, reflétant largement la baisse des prix du pétrole. L'inflation est ainsi devenue négative pour la première fois

depuis 2009. L'incidence des variations des cours du pétrole (exprimés en euros) depuis la finalisation de l'exercice de projections macroéconomiques de décembre 2014 des services de l'Eurosysteme devrait nettement réduire la hausse de l'IPCH global dans la zone euro en 2015, qui devrait rester négative sur la majeure partie de l'année. Par conséquent, les risques que l'inflation reste trop basse sur une trop longue période se sont accrus. Dans le contexte de fragilité actuelle caractérisé par des pressions à la baisse persistantes sur les prix, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs ne pouvait pas « ignorer » des chocs sur les prix, même si ces derniers ont pour origine le côté « offre » de l'économie. Toutefois, il a également été avancé que les taux d'inflation actuellement très bas devaient être considérés principalement à la lumière de la baisse des prix du pétrole et que, sur la base de mesures de l'IPCH excluant certaines composantes (comme l'IPCH hors produits alimentaires et énergie), l'inflation est demeurée stable autour de 0,7 %.

Dans ce contexte, toutefois, il a été également observé qu'une part significative du recul de l'inflation depuis fin 2011 était due aux évolutions des prix des services et des produits manufacturés hors énergie, suggérant une faiblesse de la demande intérieure et l'existence d'effets de contagion négatifs des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires sur les autres composantes de l'IPCH. Dans le même temps, il a été souligné que la zone euro n'était pas actuellement en situation de déflation, selon la définition usuelle, et qu'aucune prévision disponible (émanant de la BCE ou d'institutions internationales, comme le Fonds monétaire international et la Commission européenne) n'indiquait de situation déflationniste. L'attention a aussi été attirée sur le fait que si l'on pouvait s'attendre à une forte révision à la baisse de la trajectoire de l'inflation pour 2015, les révisions potentielles pour 2016 – date plus proche de l'horizon pertinent à moyen terme – étaient moins claires, l'incidence de la baisse des prix du pétrole devant être évaluée conjointement avec celle de la dépréciation récente du taux de change, et l'effet décalé sur les prix de l'amélioration des perspectives de croissance devant également être pris en compte.

Néanmoins, il a été largement reconnu que le risque d'effets de second tour devait être envisagé très sérieusement. D'une part, on pourrait affirmer que le risque d'effets de cette nature était relativement faible en raison des effets asymétriques de l'indexation des salaires (les clauses d'indexation ne s'appliquant souvent pas en période d'inflation négative) et de la présence d'importantes rigidités nominales, en dépit de modifications structurelles du processus de fixation des salaires dans un certain nombre de pays depuis le début de la crise. D'autre part, toutefois, un large accord s'est fait pour considérer que la possibilité d'effets de second tour, quoiqu'incertaine, constituait un risque majeur à la baisse pour les perspectives d'inflation et devait faire l'objet d'un suivi attentif. Cela était particulièrement important compte tenu des mouvements baissiers des anticipations d'inflation tirées d'indicateurs de marché et de la période déjà longue de très faible inflation dans la zone euro, ainsi que de la probabilité de plusieurs trimestres encore à venir d'inflation faible ou négative.

S'agissant des anticipations d'inflation, un certain nombre de remarques ont été formulées quant à la manière dont les évolutions récentes des indicateurs tirés d'enquêtes ou fondés sur les marchés financiers devaient être

interprétées. Il y avait des signes d'une sensibilité accrue des anticipations d'inflation aux chocs d'inflation négative, et les mesures des anticipations d'inflation tirées d'indicateurs de marché à différents horizons étaient en baisse. On pouvait donc considérer qu'il y avait un risque plus grand de perte d'ancrage des anticipations d'inflation.

Dans le même temps, les évolutions des anticipations d'inflation tirées d'indicateurs de marché nécessitaient une analyse plus approfondie. L'incidence des cours du pétrole sur les anticipations d'inflation devrait, en principe, être transitoire et avoir des effets limités aux horizons à moyen et long terme. On pourrait expliquer que cette incidence ne se reflète pas actuellement dans les anticipations tirées d'indicateurs de marché par le fait que les distorsions de liquidité pourraient jouer un rôle ou que le recul serait lié à une nouvelle réduction des primes de risque d'inflation. Conformément à ces interprétations, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes étaient encore pratiquement inchangées à 1,8 % environ. Le recul des anticipations d'inflations fondées sur le marché s'est également révélé être un phénomène international, des évolutions similaires étant intervenues aux États-Unis (malgré l'importance des programmes d'assouplissement quantitatif). À cet égard, une analyse plus approfondie a été jugée nécessaire, notamment s'agissant du rôle de facteurs tels que la mondialisation ou l'évolution technologique. Toutefois, l'argument a été avancé que, même si ces facteurs étaient à l'œuvre et que des changements importants des prix relatifs devaient se produire, la mission de la politique monétaire était toujours l'ancrage de la stabilité des prix en termes agrégés.

Prenant en compte tous les arguments, le risque de perte d'ancrage des anticipations d'inflation a été généralement ressenti comme un sujet d'inquiétude pour la zone euro et il était essentiel d'éviter toute incidence potentielle des très faibles niveaux actuels de l'inflation sur le processus de fixation des salaires et des prix à moyen terme. L'incidence défavorable que pourraient avoir des anticipations d'inflation en baisse et une inflation faible ou négative sur la croissance du PIB en volume est également restée une source de préoccupation. Il a été observé que le choc important des prix du pétrole avait eu une incidence baissière immédiate sur l'inflation et, dans une certaine mesure, sur les anticipations d'inflation, tandis que les effets positifs sur les revenus mettraient plus longtemps à se concrétiser. En outre, pour évaluer l'incidence économique de la baisse de l'inflation, l'environnement d'anticipations fragiles d'inflation et de niveaux élevés d'endettement devait également être pris en compte.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation selon laquelle les données récentes indiquaient un redressement du rythme sous-jacent d'expansion de la monnaie au sens large, à de faibles niveaux toutefois. La croissance des prêts est demeurée négative, tout en poursuivant son redressement progressif à partir du point bas observé en février 2014. Il a été rappelé que l'atonie de la croissance monétaire pouvait s'expliquer par le processus d'ajustement en cours des bilans des secteurs financier et non financier et par la faiblesse de l'activité économique. Dans le même temps, il a été souligné que les données récentes comportaient également certains signes positifs, comme le montrent les dernières

évolutions des prêts et la baisse des coûts d'emprunt. Les résultats de l'enquête de janvier 2015 sur la distribution du crédit bancaire ont également fourni de nouveaux signaux positifs quant à la poursuite de la reprise des marchés du crédit, faisant état d'un nouvel assouplissement net des critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts au quatrième trimestre 2014. Les banques s'attendaient à ce que cette dynamique se poursuive début 2015. Globalement, toutefois, au regard des évolutions sur longue période, le niveau des critères d'octroi est demeuré relativement restrictif.

### *Orientation et décisions de politique monétaire*

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres ont dans l'ensemble partagé l'évaluation selon laquelle la dynamique de l'inflation est demeurée plus faible que prévu, la faiblesse de l'activité économique est restée marquée et les évolutions de la monnaie et du crédit ont continué d'être modérées, en dépit des évolutions monétaires plus favorables observées récemment. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent été confronté à des risques accrus d'une période trop prolongée d'inflation trop faible. En s'appuyant sur sa réévaluation des perspectives concernant la stabilité des prix et de la relance monétaire réalisée, le Conseil des gouverneurs a débattu a) de la nécessité ou non de prendre des mesures lors de la réunion en cours ; b) des instruments à utiliser si des mesures de politique monétaire supplémentaires étaient jugées nécessaires ; et c) de l'élaboration du régime de partage des risques et des modalités de mise en œuvre précises qui s'appliqueraient à un programme étendu d'achats d'actifs. Pour commencer, tous les membres ont estimé que les achats d'actifs, y compris les achats d'obligations souveraines, faisaient partie de la panoplie d'instruments de politique monétaire, qui, comme le prévoit le cadre juridique de la BCE, sont à la disposition du Conseil des gouverneurs, si nécessaire, pour accomplir sa mission de maintien de la stabilité des prix, même si certains membres ont fait valoir que cet instrument ne devait être utilisé qu'en situation de crise.

Plusieurs arguments ont été avancés en faveur de l'adoption de mesures de politique monétaire lors de la présente réunion. Même si les mesures de politique monétaire existantes adoptées en juin et septembre 2014 ont affiché des résultats encourageants s'agissant de la poursuite de l'amélioration des conditions globales de financement, il est apparu de plus en plus clairement qu'elles allaient s'avérer insuffisantes en termes quantitatifs. Ainsi, l'impulsion fournie *via* l'allègement des coûts de financement et l'élan insufflé à l'activité de prêt par les TLTRO et les programmes en vigueur d'achats d'actifs du secteur privé a été plus limitée que prévu initialement. L'opinion selon laquelle les évolutions de l'inflation étaient demeurées plus faibles qu'attendu a été largement partagée. Les chiffres de l'inflation sont restés sur une tendance baissière, entraînant des révisions successives à la baisse des perspectives d'inflation pour la zone euro à des niveaux nettement inférieurs à l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir l'inflation à des taux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. De plus, la dynamique de l'inflation à plus court terme a commencé à

influencer les anticipations d'inflation sur des horizons à plus long terme. Dans ce contexte, la possibilité d'effets de second tour s'exerçant sur le processus de fixation des prix et des salaires s'est accrue, augmentant sensiblement le risque que l'inflation demeure trop faible durant une période trop prolongée.

En tenant compte à la fois de l'affaiblissement des perspectives à moyen terme en matière de stabilité des prix et de la relance monétaire plus faible que prévu fournie par les mesures de politique monétaire adoptées en juin et septembre 2014, la politique monétaire n'a pas été jugée suffisamment accommodante pour contrer de manière adéquate les risques accrus pesant sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme de la BCE. Dans ce contexte, il a été largement reconnu que les conditions étaient entièrement réunies pour prendre des mesures de politique monétaire supplémentaires lors de la réunion en cours. De plus, il était nécessaire de contrer un durcissement indésirable de l'orientation de la politique monétaire, reflété, notamment, par la hausse des taux d'intérêt réels dans un environnement de baisse des prix avec des taux directeurs se situant à leur niveau plancher. La politique monétaire devait agir afin d'ancrer les anticipations d'inflation à des niveaux compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme. Cet ancrage nécessitait des mesures de politique monétaire énergiques pour lutter contre un niveau d'inflation trop faible, comme cela avait été le cas par le passé pour remédier à des taux d'inflation supérieurs à l'objectif de stabilité des prix de la BCE. De plus, la réunion en cours était le moment opportun pour prendre des mesures de politique monétaire, qui pourraient ainsi apporter un soutien décisif à la dynamique de la croissance au cours des prochains mois.

Plusieurs éléments en faveur du maintien d'une orientation attentiste lors de cette réunion ont également été avancés par certains membres, qui jugeaient que l'évaluation coûts-avantages des mesures proposées n'était pas favorable. En résumé, une évaluation légèrement différente de la situation économique, des perspectives d'inflation et de la dynamique de la monnaie et des prêts était possible, l'efficacité des mesures proposées pouvait être mise en doute et les éventuels effets secondaires négatifs de ces mesures ne devaient pas être sous-estimés.

De manière plus détaillée, même si l'inflation a baissé à un niveau trop faible, c'est la récente chute des cours du pétrole qui a été le principal facteur à l'origine de cette évolution. Compte tenu de l'incertitude relative à l'incidence du choc des prix du pétrole sur les perspectives d'évolution des prix à moyen terme, notamment au vu de ses effets positifs sur les perspectives de croissance, et de la possibilité que ce choc soit un événement ponctuel ou puisse s'inverser, il demeure difficile de déterminer si les perspectives à moyen terme ont changé de manière significative. En conséquence, les risques d'effets de second tour ont semblé relativement contenus. De plus, les baisses récentes des anticipations d'inflation pourraient également résulter principalement des primes de risque d'inflation négatives, de la faible liquidité et de l'incertitude élevée qui, bien que préoccupantes, ne peuvent pas être considérées comme des preuves d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation. Il a de nouveau été fait référence aux mesures tirées d'indicateurs de marché des anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, qui évoluent actuellement de concert avec celles de la zone euro en dépit de la mise en œuvre de programmes d'achats d'actifs de grande ampleur aux États-Unis.

Compte tenu de ces considérations, certains membres ont estimé qu'il n'était pas urgent de prendre des mesures de politique monétaire durant cette réunion. En particulier, les conditions financières et monétaires globales, notamment les évolutions des taux d'intérêt et du taux de change, ont apporté un stimulus supplémentaire au cours des dernières semaines. De plus, même si la baisse des anticipations d'inflation a entraîné un resserrement de l'orientation de la politique monétaire en termes de taux d'intérêt réels à court terme, les taux d'intérêt réels des prêts consentis aux SNF se sont améliorés plus récemment, par exemple par rapport à leur niveau de mai 2014. Dans ce contexte, il a également été souligné que le caractère accommodant de la politique monétaire allait encore se renforcer grâce à la poursuite de la mise en œuvre des mesures existantes, les effets de celles-ci sur l'économie ne se faisant pas encore pleinement sentir.

L'attention a également été attirée sur le fait que la question du bien-fondé d'une action ne pouvait être séparée de celle du choix de l'instrument. Les achats d'obligations souveraines ont été associés à plusieurs défis et effets secondaires, liés en particulier à la nature de ces achats au sein du cadre institutionnel spécifique de l'Union économique et monétaire. Par conséquent, les achats d'obligations souveraines doivent rester un instrument d'urgence pour la politique monétaire, à n'utiliser qu'en dernier ressort, en cas de scénario extrêmement défavorable, tel qu'une spirale déflationniste. Toutefois, il n'y a eu jusqu'à présent aucun élément indiquant un risque de déflation sérieux, ce qui a clairement plaidé contre la mobilisation de l'instrument des achats d'obligations souveraines lors de cette réunion.

S'agissant des instruments les plus appropriés pour réaliser une relance monétaire supplémentaire, il a été précisé que les achats d'obligations du secteur privé, éventuellement complétés par des achats d'obligations supranationales, pouvaient être considérés comme l'extension la plus naturelle du train de mesures d'assouplissement du crédit du Conseil des gouverneurs, constituant une mesure plus ciblée axée sur la poursuite de l'amélioration des conditions de financement des entreprises. Toutefois, il a été largement estimé que compte tenu du niveau actuel des rendements des obligations du secteur privé et de la taille du marché de ces obligations, les achats de ce type de titres avaient un potentiel relativement faible d'assouplissement du crédit et n'offraient par conséquent qu'une possibilité limitée de fournir l'orientation accommodante nécessaire à ce stade. Parallèlement, la remarque a été faite que cette classe d'actifs devait demeurer envisageable, le cas échéant, à l'avenir.

Par conséquent, il a été largement admis que toute mesure de politique monétaire supplémentaire devrait passer par des achats de titres d'État. L'une des variantes évoquées, à savoir de limiter les achats à un portefeuille comportant uniquement des obligations souveraines des pays de la zone euro bénéficiant des notations les plus élevées, n'a dans l'ensemble pas été jugée suffisamment efficace.

Dans ce contexte, de nombreux membres se sont déclarés favorables à une extension des programmes en vigueur d'achats d'actifs du secteur privé afin d'y inclure des achats d'un large portefeuille de titres des États et des agences de l'UE et des institutions supranationales établies dans la zone euro. Les achats de dette souveraine sont apparus comme le seul instrument disponible qui offrait une ampleur suffisante pour fournir la

relance monétaire nécessaire au respect de l'objectif de la BCE en termes de stabilité des prix. Du fait de la réduction des rendements souverains de la zone euro, des effets de rééquilibrage des portefeuilles pourraient être amorcés, avec notamment des répercussions sur les prix de nombreux autres actifs. En conséquence, des forces se concrétiseraient et conduiraient à un assouplissement des conditions pour toutes les grandes sources de financement, notamment celles concernant les conditions d'emprunt des SNF et des ménages de la zone euro.

Une certaine prudence a toutefois été exprimée quant à l'efficacité potentielle des achats d'obligations souveraines. Les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont déjà approché des niveaux bas, limitant la marge pour une nouvelle diminution et, par conséquent, la possibilité que l'allègement des coûts de financement se répercute sur les conditions de financement des emprunteurs. De plus, les effets de rééquilibrage des portefeuilles pourraient s'avérer plus modérés que prévu compte tenu du besoin continu d'ajustement des bilans dans les secteurs financier et non financier. En outre, aux États-Unis, les canaux de transmission fondés sur les marchés de capitaux ont fonctionné, notamment par le biais des effets directs sur les marchés hypothécaires et de l'immobilier et du rôle plus important des marchés des obligations du secteur privé, et ces facteurs pourraient être plus faibles dans le cas de la zone euro.

Il a été observé que les mesures de politique monétaire, notamment dans le domaine des achats d'obligations souveraines, ne pouvaient pas être considérées indépendamment de l'action des autres acteurs de la politique économique. Des conséquences éventuelles en termes d'aléa moral de la part des gouvernements de la zone euro pourraient affaiblir leurs incitations à mener des réformes structurelles et un assainissement budgétaire. Par conséquent, un large accord s'est dégagé sur le fait que l'efficacité des achats d'obligations souveraines dépendrait également des mesures appropriées prises par les autres responsables dans la zone euro. Des politiques budgétaires propices à la croissance, tout en respectant totalement les engagements existants, ont été considérées comme un instrument efficace pour soutenir la croissance économique dans la zone euro dans la conjoncture actuelle. De plus, la mise en œuvre résolue des réformes structurelles, conjuguées aux mesures visant à améliorer l'environnement pour les entreprises renforceraient l'activité d'investissement, stimuleraient la création d'emplois et augmenteraient la croissance de la productivité. Cela permettrait non seulement de relever les perspectives de croissance à long terme de la zone euro mais également de renforcer les effets positifs des mesures de politique monétaire sur la croissance économique et les évolutions de l'inflation. Il convenait de transmettre des messages forts aux gouvernements de la zone euro et à la Commission européenne.

Il a également été noté que le Conseil des gouverneurs devait être conscient des répercussions possibles sur la stabilité financière qui pourraient résulter d'intervenir sur des marchés déjà généreusement valorisés. Les effets d'entraînement des achats d'obligations souveraines non seulement sur les prix des obligations du secteur privé mais aussi sur les cours des actions pourraient potentiellement provoquer une mauvaise valorisation du

risque et alimenter l'exubérance des marchés financiers, ce qui pourrait les déstabiliser. Dans le même temps, il a été souligné que ce problème devait être traité par une politique macroprudentielle.

Les membres ont débattu des modalités appropriées de partage des risques liés aux achats de titres émis par les gouvernements et les institutions et les agences de l'Union européenne établies dans la zone euro. D'une part, des arguments ont été présentés en faveur d'un partage intégral des risques afin de contrer la perception d'un manque d'unité. Le partage intégral des risques soulignerait également l'unicité de la politique monétaire. D'autre part, compte tenu des inquiétudes relatives à l'aléa moral, il a été avancé qu'un régime de partage partiel des pertes serait plus conforme à l'architecture actuelle de l'Union économique et monétaire et aux Traités, cadre dans lequel intervient la BCE. En pesant l'ensemble des arguments, un consensus a pu être trouvé sur l'approche suivante. Les achats réalisés par les BCN de titres émis par les institutions européennes, représentant 12 % des achats d'actifs supplémentaires, seraient soumis au régime du partage intégral des risques. Il a également été proposé que la BCE réalise 8 % des achats supplémentaires, conformément aux pratiques antérieures et à la mise en œuvre classique de la politique monétaire par l'Eurosystème. Les autres achats d'actifs supplémentaires réalisés par les BCN ne seraient pas soumis au régime de partage des pertes. Cela signifie que 20 % de ces achats supplémentaires feraient l'objet d'un régime de partage des risques.

En ce qui concerne le volume du programme, un rythme d'achats mensuels cumulés de l'ordre de 50 milliards d'euros s'étalant de mars 2015 à fin 2016, qui avait été évoqué par M. Praet, a été largement considéré comme un complément important aux programmes d'achats existants. Cela a été jugé nécessaire pour compenser l'affaiblissement des perspectives d'inflation conjugué à la relance monétaire plus modérée que prévu apportée par les mesures de politique monétaire adoptées en juin et en septembre 2014. Afin d'accélérer l'impact, un large soutien s'est dégagé en faveur d'une certaine anticipation en portant le volume mensuel des achats à 60 milliards d'euros, à compter de mars 2015 et jusqu'à fin septembre 2016, tout en ne modifiant pas significativement le volume global des achats prévus. Cela comprendra l'achat de titres du secteur public ainsi que les programmes pour le secteur privé déjà mis en œuvre. Dans le même temps, les membres ont convenu que la fin des achats serait subordonnée à un profil d'évolution de l'inflation conforme à l'objectif de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs. Cela constitue un élément important de la *forward guidance* de la BCE.

Afin de compléter le programme étendu d'achats d'actifs, la proposition d'adapter les modalités appliquées aux six TLTRO restantes en éliminant le *spread* de 10 points de base au-dessus du taux en vigueur des opérations principales de refinancement a reçu un large soutien.

Le Conseil des gouverneurs a débattu des caractéristiques techniques d'un programme d'achats d'obligations souveraines, comme présenté précédemment.

S'agissant des catégories de titres pouvant être acquis, il a été convenu que le programme inclurait des achats de titres émis par les administrations centrales, certaines agences établies dans la zone euro et certaines institutions internationales ou supranationales situées dans la zone euro. Il a été jugé important de limiter les achats aux titres de qualité investissement (*investment-grade*), à savoir ceux dont la meilleure note des titres

correspond au moins à l'échelon 3 de qualité du crédit (CQS3), conformément aux critères d'éligibilité appliqués dans le cadre des opérations de crédit de l'Eurosystème. Toutefois, cela n'impliquait pas d'exclure *a priori* certains pays de la zone euro des achats supplémentaires d'obligations souveraines. Une dérogation pour la notation serait appliquée pour les pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement de l'UE et du FMI, conformément aux pratiques antérieures concernant les programmes ABSPP et CBPP3 et tant que le seuil minimum de qualité du crédit de l'Eurosystème n'est pas appliqué dans les opérations de crédit de l'Eurosystème. De plus, conformément à la pratique antérieure, la dérogation relative à la notation serait soumise à des critères d'éligibilité supplémentaires et à des ajustements des limites visant à établir l'équivalence des risques.

Il y a eu un large consensus sur le fait de procéder à des achats supplémentaires de titres en fonction des parts des BCN de l'Eurosystème dans la clé de répartition du capital de la BCE. S'agissant de la durée résiduelle des obligations souveraines à acquérir, il a été largement convenu qu'une durée résiduelle comprise entre deux et trente ans permettrait d'obtenir un bon équilibre entre le fait de garantir un gisement approprié d'obligations souveraines pouvant être achetées et celui de limiter les risques de distorsions sur le marché et l'éviction des investisseurs sur le compartiment à plus long terme.

S'agissant de la limite d'émission, un large consensus a prévalu selon lequel une limite de part d'émission garantirait un bon fonctionnement du marché, apaiserait les inquiétudes relatives au financement monétaire et préserverait le traitement « *pari passu* ». Il a été nécessaire d'appliquer une limite de part d'émission de 25 % afin d'éviter d'obtenir une minorité de blocage dans une restructuration de dette faisant intervenir des clauses d'action collective. Par conséquent, cette limite d'émission s'appliquait également aux avoirs existants de l'Eurosystème en obligations souveraines dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et tous les autres portefeuilles détenus par les banques centrales de l'Eurosystème.

De même, le fait de fixer à 33 % la limite d'exposition à un émetteur a obtenu un large soutien en tant que moyen de préserver le fonctionnement du marché et le processus de formation des prix et d'atténuer le risque que la BCE devienne le principal créancier des gouvernements de la zone euro. À cet effet, il a été jugé approprié d'appliquer la limite de 33 % à l'éventail des actifs éligibles pour les maturités résiduelles comprises entre deux et trente ans. De plus, afin de garantir le respect de l'interdiction du financement monétaire définie dans le Traité, il a été jugé important d'appliquer une période d'embargo appropriée.

#### *Les décisions et la communication de politique monétaire*

Dans ce contexte, et en tenant compte des opinions exprimées par les membres du Conseil des gouverneurs, le président a conclu qu'une large majorité des membres votants soutenait la décision de lancer un programme élargi d'achats d'actifs, englobant les programmes en vigueur d'achats d'ABS et d'obligations sécurisées ainsi

que des achats de titres libellés en euros émis par les gouvernements de la zone euro et les agences et les institutions supranationales établies dans la zone euro. Ce programme débiterait en mars 2015 et porterait sur des achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros et ce jusqu'à la fin septembre 2016, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable de l'inflation qui soit conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de 2 %.

S'agissant du régime de partage des risques, un consensus a été trouvé sur le fait que 20 % de l'ensemble des achats d'actifs supplémentaires seraient soumis au régime de partage des pertes éventuelles. Cela inclut le partage des pertes éventuelles sur les achats par les BCN d'obligations des institutions supranationales, à hauteur de 12 % des achats d'actifs supplémentaires, ainsi que le partage des pertes éventuelles sur les 8 % des achats supplémentaires effectués par la BCE.

De plus, il a été décidé que le taux d'intérêt applicable aux six TLTRO restantes serait égal au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en vigueur au moment de la réalisation de chaque TLTRO.

Enfin, s'agissant des taux d'intérêt, le taux appliqué aux opérations principales de refinancement et ceux appliqués à la facilité de prêt marginal et à la facilité de dépôt demeurerait inchangés à 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %, respectivement.

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 à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.fr.html>.

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122.fr.html>

[http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1\\_annex.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1_annex.en.html)

[http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_2.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_2.en.html)

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 21-22 janvier 2015

### Membres

M. Draghi	Président
M. Constâncio	Vice-président
M. Bonnici	
M. Coene	
M. Cœuré	
M. Costa	
M <sup>me</sup> Georghadji	
M. Hansson *	
M. Honohan *	
M. Jazbec	
M. Knot	
M <sup>me</sup> Lautenschläger	
M. Liikanen	
M. Linde *	
M. Makúch	
M. Mersch	
M. Nowotny	
M. Noyer	
M. Praet	
M. Reinesch	
M. Rimšēvičs	
M. Stournaras *	
M. Vasiliauskas	
M. Visco	
M. Weidmann	

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

### **Autres participants :**

M. Dombrovskis**	Vice-président de la Commission européenne
M. Van der Haegen	Secrétaire, Directeur général Secrétariat
M. Schill	Secrétaire pour la politique monétaire, Directeur général Questions économiques
M. Winkler	Secrétaire adjoint pour la politique monétaire, Conseiller de haut niveau, Direction générale Questions économiques

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

### **Personnes accompagnantes**

M. Bitāns  
M. Bohnec  
M<sup>me</sup> Buch  
M. DeMarco  
M. Gerlach  
M. Kaasik  
M. Kuodis  
M<sup>me</sup> Le Lorier  
M. Malo de Molina  
M. Mooslechner  
M. Mrva  
M. Panetta  
M. Ramalho  
M. Schoder  
M. Smets  
M. Stavrou  
M. Swank  
M. Tavlas  
M. Välimäki

**Autres membres du personnel  
de la BCE**

M <sup>me</sup> Graeff	Directrice générale Communication et services linguistiques
M. Smets	Conseiller auprès du Président
M. Bindseil	Directeur général Opérations de marché
M <sup>me</sup> Zilioli	Directrice générale Affaires juridiques
M. Rostagno	Directeur Politique monétaire, Direction générale Questions économiques
M. Bernadell	Directeur Gestion des risques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 2 avril 2015.