



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

19 mai 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 20 et le jeudi 21 avril 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 dernières évolutions sur les marchés financiers.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 9 et 10 mars 2016, les évolutions des marchés mondiaux sont devenues plus favorables à l'appétence pour le risque. Les intervenants de marché ont interprété les conclusions de la réunion de mars du Comité fédéral de l'*open market* comme signifiant que la trajectoire future des taux américains serait à la fois plus progressive et moins accentuée que prévu. Le dollar s'est affaibli par rapport aux principales devises au cours des cinq semaines écoulées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars. Les indices boursiers américains ont continué de progresser, l'indice S&P 500 augmentant de 6 % environ, et le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans a légèrement diminué, fluctuant dans une fourchette de 30 points de base.

Lors de leur réunion du 17 avril 2016, les pays de l'OPEP et les pays hors OPEP n'ont pas trouvé d'accord sur un gel de la production de pétrole brut, ce qui a entraîné un recul important des prix du pétrole après la tendance haussière précédemment observée. Les mesures des anticipations d'inflation tirées des marchés dans la zone euro, mesurées par les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, sont demeurées globalement inchangées, affichant une divergence depuis mars 2016 par rapport à la lente progression des anticipations d'inflation fondées sur les marchés aux États-Unis.

Sur les marchés de change, depuis la décision de la Banque du Japon, fin janvier 2016, d'abaisser les taux d'intérêt à un niveau inférieur à zéro, le yen s'est apprécié d'un peu plus de 10 % par rapport au dollar. Cette appréciation constatée au premier trimestre 2016 s'explique par les flux vers le yen, considéré comme valeur refuge, et au titre de rapatriements de capitaux avant la fin de l'exercice budgétaire au Japon. La livre sterling s'est dépréciée vis-à-vis de l'euro et du dollar depuis le début de l'année. Les commentateurs associent ces évolutions à la hausse de l'incertitude quant au résultat du référendum du 23 juin sur la participation du Royaume-Uni à l'Union européenne. De plus, le secteur bancaire britannique est perçu comme étant affecté, puisque le coût de la protection contre la défaillance des cinq banques britanniques les plus importantes a continué d'augmenter régulièrement par rapport à celui des banques américaines et européennes. Enfin, le 7 mars 2016, la Banque d'Angleterre a annoncé trois opérations supplémentaires d'apport de liquidité qui seront réalisées autour de la date du référendum.

S'agissant de la zone euro, l'effet des décisions prises par le Conseil des gouverneurs les 9 et 10 mars 2016 a été positif sur tous les compartiments du marché. L'annonce d'une hausse de 20 milliards d'euros, à 80 milliards, des achats mensuels réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) et du nouveau programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*corporate sector purchase programme* – CSPP) a entraîné des modifications considérables du positionnement des investisseurs. Une certaine compression des écarts de rendement des emprunts

publics au sein de la zone euro a ensuite été observée dans un contexte d'effets généralement positifs sur les rendements. Le rendement de l'emprunt public allemand à dix ans a diminué, s'établissant à seulement quelques points de base au-dessus de son point bas historique d'avril 2015. Selon les volatilités implicites tirées des marchés des *swaps* à long terme sur la courbe des rendements de l'emprunt public allemand, il semble que les investisseurs ont intégré une probabilité légèrement plus forte d'une nouvelle baisse des rendements que d'une augmentation.

S'agissant de l'APP, les conditions de la liquidité sur le marché sont jusqu'à présent restées globalement propices à son bon déroulement. Les récents changements des paramètres des dispositifs de prêts de titres détenus par la BCE, à compter du 4 avril, ont été favorablement accueillis par les intervenants de marché.

Les écarts de rendement des obligations du secteur privé européen ont été généralement réévalués. Le resserrement des écarts s'est étendu au-delà des compartiments du marché anticipés par les intervenants de marché comme étant éligibles au CSPP : en particulier, les écarts sur les obligations de catégorie spéculative se sont également considérablement resserrés. L'exposition au risque d'entreprise a augmenté. Les prises de position sur les indices européens de *swaps* de défaut (*credit default swaps* – CDS) pour les obligations d'entreprises ont plus que doublé depuis l'annonce du CSPP par la BCE. Cette évolution s'explique sans doute par le fait que le marché des CDS pour les obligations d'entreprises peut également servir à couvrir certains risques macroéconomiques.

Les contreparties ont par ailleurs déclaré que l'annonce du CSPP a également marqué une amélioration notable de l'émission de titres des entreprises. Les volumes des émissions et les annonces de nouvelles opérations ont fortement augmenté au cours des dernières semaines, bien qu'ils restent faibles dans l'ensemble par rapport à l'an dernier. Il est nécessaire de disposer de davantage d'éléments et d'une analyse plus détaillée pour comprendre pleinement les déterminants du côté de l'offre. L'objet de ces émissions (financement de projets d'investissement, financement d'opérations de fusion-acquisition ou restructuration de passifs) reste également à déterminer. Il convient de noter que les émetteurs ont émis davantage d'obligations assorties d'échéances plus longues.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés monétaires et les anticipations relatives à la politique de la BCE, lors de la conférence de presse du 10 mars, les marchés ont largement exclu les anticipations de nouvelles baisses des taux, mais ils ont ensuite réexaminé leur position après la publication, le 7 avril, du compte rendu de politique monétaire de mars et les déclarations publiques de membres du Conseil des gouverneurs, qui réaffirmaient tous la volonté du Conseil de recourir à de nouvelles mesures, si nécessaire. Dans le même temps, si l'on en juge d'après les densités implicites tirées des contrats *futures* sur les taux, l'incertitude relative à de futures mesures a baissé et la probabilité attachée à une diminution marquée des taux d'intérêt a sensiblement diminué. L'attention s'est également très nettement reportée sur les détails de la mise en œuvre du CSPP et de la seconde série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II).

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

Les indicateurs mondiaux continuent de dénoter une atonie de la croissance mondiale. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale a augmenté en mars, passant à 51,3 après 50,8 en février, bien que sa moyenne pour le premier trimestre 2016 soit revenue à 51,6, contre 53,1 au quatrième trimestre 2015. Ce recul a été plus marqué dans les services que dans le secteur manufacturier, laissant penser (au moins d'après les indicateurs tirés d'enquêtes) que la faiblesse s'est diffusée d'un secteur manufacturier déjà atone vers le secteur des services, notamment dans les économies avancées. Même si elles n'impliquent pas nécessairement un affaiblissement généralisé de l'activité économique, ces évolutions méritent un suivi attentif. Le commerce mondial de marchandises est resté modéré début 2016. Même si la croissance du volume des importations mondiales de biens a maintenu son élan, progressant de 1,2 % en rythme trimestriel en janvier, après 1,5 % en décembre, l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation établi en mars est revenu de 50,9 au quatrième trimestre 2015 à 49,8 au premier trimestre 2016.

L'inflation mondiale reste faible. Pour la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation est revenue à 1,0 % en février, après 1,2 % en janvier. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est restée stable, ressortant à 1,9 %. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 mars, les prix des matières premières ont augmenté, les prix du *Brent* progressant de 6,5 % pour s'établir autour de 42 dollars le baril et les prix des matières premières hors pétrole libellés en dollars augmentant de 2,5 %, tandis que le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié de 0,4 % par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les données solides devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 mars ont été positives, la production industrielle incluant la construction et la production industrielle hors construction progressant de 1,8 % et 1,1 %, respectivement, au-dessus de leurs niveaux moyens du quatrième trimestre 2015. Dans le même temps, l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator* – ESI) de la Commission et l'indice composite des directeurs d'achat relatif à la production ont diminué entre le quatrième trimestre 2015 et le premier trimestre 2016.

En ce qui concerne les évolutions récentes du point de vue plus large du cycle d'activité, la reprise économique actuelle de la zone euro demeure essentiellement portée par la demande intérieure, tandis que les exportations nettes ont contribué de façon négative à la croissance du PIB en volume au cours des deux derniers trimestres de 2015. Cette évolution est différente du précédent redressement éphémère de l'activité observé du deuxième trimestre 2009 au troisième trimestre 2011, la croissance du PIB en volume résultant alors essentiellement des variations des stocks et des exportations nettes.

La capacité nette de financement de la zone euro, en pourcentage du PIB nominal, a continué de progresser au cours des dix-huit derniers mois, malgré le redressement vigoureux de la demande intérieure. Cette évolution s'est également traduite par la hausse de l'excédent du compte des transactions courantes de la zone euro depuis mi-2014, qui peut s'expliquer principalement par la baisse des prix du pétrole. La hausse de la contribution des sociétés non financières (SNF) à la capacité nette totale de financement de la zone euro, qui a atteint un record historique, indique que les entreprises ont conservé les bénéfices exceptionnels provenant de la baisse des prix de l'énergie, plutôt que de les investir ou de les distribuer aux actionnaires.

La variation annuelle du revenu réel disponible des ménages s'est légèrement ralentie, revenant à 1,5 % au quatrième trimestre 2015, après 1,6 % au troisième trimestre. Au cours de la même période, la croissance de la consommation s'est ralentie, revenant de 1,8 % à 1,5 %, en partie en raison de facteurs temporaires, tandis que le taux d'épargne est resté globalement inchangé. En ce qui concerne l'investissement, la dynamique plus forte observée au quatrième trimestre 2015 s'explique à la fois par l'investissement dans la construction et par l'investissement hors construction, le secteur de la construction ayant bénéficié de la clémence de l'hiver.

Les évolutions récentes du taux d'épargne laissent penser que les consommateurs ont dépensé sans attendre les gains exceptionnels liés à la baisse des prix de l'énergie, ce qui s'est directement traduit par une hausse de la consommation. La modeste réaction du taux d'épargne reflète sans doute le fait que les consommateurs considéraient la baisse des prix du pétrole comme étant de nature plus persistante.

L'origine interne de la reprise actuelle se reflète également dans la nouvelle amélioration des marchés du travail. L'emploi dans la zone euro a augmenté de 0,3 %, en glissement trimestriel, au quatrième trimestre 2015. En conséquence, l'emploi s'est établi 1,2 % 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'inscrit en baisse depuis mi-2013, est ressorti à 10,3 % en février 2016. 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 ventes au détail jusqu'en février et les nouvelles immatriculations de voitures particulières jusqu'en mars font état d'un redressement de la croissance de la consommation privée au premier trimestre 2016. Tandis que les ventes au détail en janvier et en février sont ressorties, en moyenne, 0,8 % au-dessus de leur moyenne du quatrième trimestre 2015, les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté, en rythme trimestriel, de 3,0 % au premier trimestre 2016. Dans le même temps, les données d'enquêtes relatives à la consommation suivent une tendance baissière depuis le second semestre 2015, en raison de certains facteurs tels que le rebond des prix du pétrole observé récemment, l'afflux des réfugiés et les récents attentats.

La croissance annuelle de l'investissement résidentiel réel dans la zone euro affiche une reprise conjoncturelle depuis début 2013, comme le reflète également la hausse des permis de construire et de la production, bien qu'elle reste encore inférieure de quelque 20 % aux niveaux atteints en 2007, avant la crise.

Les données des comptes trimestriels du secteur non financier indiquent que les bénéfices de la zone euro se redressent. Le ratio de l'excédent net d'exploitation rapporté à la valeur ajoutée a encore progressé au quatrième trimestre 2015. Les bénéfices non distribués des SNF rapportés à la valeur ajoutée ont également sensiblement progressé. La croissance en rythme annuel de la formation brute de capital fixe nominale des SNF s'est accélérée, passant de 3,8 % au troisième trimestre 2015 à 5,7 % au quatrième trimestre. S'agissant de l'investissement global, la reprise a été tirée essentiellement par le secteur hors construction, notamment grâce à l'augmentation de l'utilisation des capacités. Par la suite, l'investissement hors construction devrait encore bénéficier de la dynamique positive de la demande intérieure, de la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et de l'amélioration des conditions de financement, tandis que les besoins persistants de désendettement, les niveaux encore faibles des bénéfices et les rigidités institutionnelles devraient peser négativement.

Par rapport aux récentes prévisions d'autres institutions et du secteur privé, les projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE concernant la croissance du PIB en volume de la zone euro se situent en bas de la fourchette pour 2016. Pour 2017, ces projections sont comparables aux autres prévisions tandis que pour 2018, elles se situent en haut de la fourchette. Le FMI vient de revoir à la baisse sa prévision de croissance du PIB en volume pour la zone euro. Pour 2018, la dernière prévision du FMI est inférieure de 0,1 point de pourcentage environ à la projection établie par les services de la BCE pour cette même année. Selon la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations relatives à la croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, ressortant à 1,5 % et 1,6 %, respectivement, pour 2016 et 2017, et elles demeurent inchangées, à 1,7 %, pour 2018.

S'agissant des évolutions des prix dans la zone euro, la variation annuelle de l'IPCH est passée de - 0,2 % en février 2016 à 0,0 % en mars, ce dernier chiffre ayant été revu à la hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport à l'estimation rapide. Cette évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH résulte d'une accentuation de la hausse des prix des services et des produits alimentaires non transformés. Au cours de la même période, l'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, est passée de 0,8 % à 1,0 %. Si l'on tient compte également des facteurs saisonniers, ni la progression annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, qui oscille autour de 1,0 % depuis l'été 2015, ni les autres mesures de l'inflation sous-jacente ne manifestent encore de signes évidents d'une dynamique haussière plus soutenue.

Les tensions le long de la chaîne de production et de la chaîne des prix et les tensions exercées par les prix à l'importation ont montré de nouveaux signes d'atténuation. La croissance annuelle des prix à la production pour les ventes internes dans le secteur des biens de consommation non alimentaires, qui est demeurée inchangée à 0,2 % entre août et décembre 2015, s'est ralentie pour revenir à 0,1 % en janvier 2016 puis à - 0,1 % en février. Les données d'enquêtes relatives aux prix des consommations intermédiaires et aux prix à la production jusqu'en avril indiquent également la persistance de tensions internes modérées sur les prix à la production, en particulier en amont de chaîne de production et de la chaîne des prix. Dans le même temps, l'augmentation des prix à l'importation des biens de consommation

non alimentaires, qui avait été jusqu'à présent la principale source de tensions à la hausse le long de la chaîne des prix, a fléchi pour s'établir à 0,7 % en février, après 1,7 % en janvier.

La progression des salaires nominaux s'est stabilisée à un bas niveau, le taux de croissance de la rémunération par tête ressortant à 1,3 % au troisième et au quatrième trimestre 2015. L'augmentation des salaires reste modérée en dépit d'un plus grand dynamisme du marché du travail. Un examen plus approfondi des facteurs à l'origine de la faible hausse des salaires montre que l'atonie de la croissance de la productivité, le bas niveau de l'inflation et également l'impact des réformes du marché du travail mises en œuvre au cours des dernières années ont contribué à cette évolution.

Les projections de mars 2016 établies par les services de la BCE relatives à la hausse de l'IPCH de la zone euro en 2016 sont inférieures aux prévisions du secteur privé et des institutions internationales. Pour 2017, les projections des services de la BCE demeurent également en bas de la fourchette, mais les écarts sont moins importants. Pour 2018, les projections de la BCE se situent globalement au milieu de la fourchette, bien que certains prévisionnistes institutionnels n'aient pas encore publié leurs prévisions à cet horizon. L'enquête d'avril menée auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2016 indique des anticipations d'inflation moyennes de 0,3 %, 1,3 % et 1,6 %, respectivement, pour 2016, 2017 et 2018.

Si l'on examine les évolutions récentes des anticipations d'inflation à long terme, les mesures fondées sur les marchés se sont globalement stabilisées à de bas niveaux au cours des dernières semaines, après un léger rebond début mars, tandis que les mesures tirées d'enquêtes ont été plus stables. D'après l'enquête d'avril auprès des prévisionnistes professionnels, l'estimation ponctuelle moyenne pour l'inflation à un horizon de cinq ans est ressortie à 1,8 %, sans changement pratiquement par rapport à la campagne d'enquête précédente. Dans l'ensemble, les intervenants de marché ont manifesté peu d'incertitude quant à la persistance d'une faible inflation à moyen terme, même si les craintes d'une déflation restent contenues et nettement moins vives qu'au moment du point haut observé début 2015.

S'agissant des conditions financières et monétaires, le nouvel aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début mars résulte essentiellement des baisses constatées sur les échéances longues. Sur les marchés du crédit, les primes de risque ont poursuivi leur baisse. De plus, les coûts de financement des banques ont encore diminué au premier trimestre 2016. De même, les taux débiteurs composites appliqués aux sociétés non financières ont fléchi, s'inscrivant légèrement en dessous de 2 %, tandis que ceux appliqués aux prêts au logement consentis aux ménages sont demeurés globalement inchangés, à 2,2 %.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la croissance annuelle de M3 est restée inchangée, à 5,0 %, en février, soutenue par de faibles coûts d'opportunité et par l'impact du programme d'achats d'actifs et des opérations de refinancement à plus long terme ciblées. M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de M3, en dépit du léger fléchissement de son taux de croissance annuel, qui est revenu à 10,3 % en février.

La dynamique des prêts dans la zone euro a continué de s'améliorer progressivement en février, même si les taux de croissance sont restés modérés. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF (en

données corrigées des cessions et de la titrisation) a atteint 0,9 % en février, après 0,6 % en janvier. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a augmenté, passant à 1,6 % en février, après 1,4 % en janvier.

L'enquête d'avril 2016 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro fait état d'une amélioration des conditions de l'offre de crédit pour les entreprises et de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts. Les critères d'octroi se sont encore assouplis pour les prêts aux entreprises et ont de nouveau enregistré un assouplissement net pour les crédits à la consommation, tandis que les critères d'octroi de prêts au logement se sont durcis au premier trimestre 2016. En outre, les banques ont déclaré que le taux négatif de la facilité de dépôt de la BCE avait exercé une incidence positive sur les volumes de prêts, tout en ayant une incidence négative sur les produits nets d'intérêt et les marges des banques.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, 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.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que lors de la réunion de politique monétaire des 9 et 10 mars, le Conseil des gouverneurs avait décidé un vaste ensemble de mesures destinées à assouplir les conditions de financement, stimuler la fourniture de nouveaux crédits, et renforcer ainsi la dynamique de la reprise économique dans la zone euro et accélérer le retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Depuis, les conditions de financement globales se sont améliorées, dans un contexte par ailleurs de moindre aversion au risque à l'échelle mondiale. Les récentes mesures ont été essentielles pour éviter les effets négatifs des turbulences financières observées en début d'année sur la transmission de l'orientation accommodante adoptée par la BCE.

La transmission des mesures de relance monétaire aux entreprises et aux ménages, notamment à travers le système bancaire, a continué de se renforcer. En outre, au fur et à mesure de leur mise en œuvre, les nouvelles mesures renforceront l'orientation accommodante.

Les données disponibles concernant l'économie font état d'une poursuite de la croissance de la production, à un rythme modéré mais régulier. Toutefois, les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent orientés à la baisse, en dépit d'une légère atténuation.

Dans le même temps, l'inflation mesurée par l'IPCH est restée faible et devrait demeurer basse au cours des prochains mois avant de se redresser progressivement, tout d'abord en raison d'effets de base et par la suite grâce aux mesures de politique monétaire de la BCE et à la reprise économique attendue.

Dans ce contexte, il n'était pas nécessaire de modifier l'orientation de la politique monétaire décidée lors de la dernière réunion de politique monétaire, mais il était important de se concentrer sur la mise en œuvre des mesures qui ont été prises.

Pour la période à venir, et en recoupant les résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire, il est essentiel de conserver une orientation accommodante appropriée de la politique monétaire aussi longtemps que nécessaire, en réitérant les indications fournies sur la trajectoire future des taux d'intérêt (*forward guidance*) et le programme d'achats d'actifs. Il était également important de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs continuerait de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix et agirait, le cas échéant, en utilisant tous les instruments à sa disposition dans le cadre de son mandat pour atteindre son objectif.

Enfin, il était nécessaire de souligner à nouveau que, pour bénéficier pleinement de l'effet des mesures de politique monétaire, d'autres pans de la politique économique devaient apporter une contribution décisive en temps opportun.

M. Cœuré a complété l'introduction de M. Praet par des remarques concernant les paramètres opérationnels du CSPP qu'il appartient au Conseil des gouverneurs de définir, afin que l'Eurosystème soit en mesure de commencer les achats avant la fin du deuxième trimestre 2016, c'est-à-dire en juin.

Les achats dans le cadre du CSPP seront effectués aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire, à l'exception des achats de titres émis par des entreprises publiques pour lesquels, conformément aux dispositions de l'article 123 du Traité, les achats sur le marché primaire ne sont pas autorisés. Les achats d'obligations émises par des entreprises publiques feront l'objet de garanties supplémentaires, outre l'interdiction d'achat sur le marché primaire, conformément au traitement qui leur est appliqué dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). Les contreparties éligibles seront celles éligibles aux opérations de politique monétaire de l'Eurosystème ainsi que toute autre contrepartie utilisée par l'Eurosystème pour l'investissement de ses portefeuilles libellés en euros, règle qui s'applique aux autres programmes constitutifs de l'APP.

Les titres émis par des émetteurs résidents de la zone euro, y compris ceux dont la société-mère se situe en dehors de la zone, seront éligibles aux achats réalisés dans le cadre du CSPP, sous réserve qu'ils remplissent les critères d'éligibilité. Cette approche globale est conforme à l'objectif de politique monétaire du CSPP, elle est non discriminatoire et transparente, claire d'un point de vue juridique et simple à mettre en œuvre. En termes sectoriels, une définition relativement large semble être appropriée, en excluant toutefois les établissements de crédit ou les entités dont la société-mère est un établissement de crédit, ainsi que les structures de gestion des actifs créées à l'occasion d'une restructuration et/ou d'une résolution dans le secteur financier.

Aucun volume d'émission minimal ne sera appliqué, afin de ne pas créer de distorsions et de garantir l'égalité de traitement des émetteurs et des émissions. Les titres devront avoir une échéance résiduelle minimale de six mois, de manière à réduire l'ampleur des remboursements pendant la durée de vie du programme et à limiter également l'impact sur l'ensemble des instruments éligibles. Les titres devront avoir une échéance maximale semblable à celle définie dans le cadre du PSPP, à savoir 30 ans et 364 jours. Comme dans les autres programmes constitutifs de l'APP, seuls les achats de titres dont le rendement à l'échéance est supérieur au taux de la facilité de dépôt en vigueur au moment de l'achat seront autorisés. Conformément au PSPP et au CBPP3, les titres

devront avoir la meilleure note d'évaluation du crédit correspondant au minimum à l'échelon 3 de qualité du crédit (qui équivaut à la notation BBB- ou équivalent), attribuée par un organisme externe d'évaluation du crédit agréé.

Une limite d'émission de 70 % s'appliquera, en principe, au CSPP, comme dans les autres programmes d'achats d'actifs du secteur privé (CBPP3 et ABSPP). S'agissant des entités publiques éligibles au CSPP, elles feront l'objet d'un traitement conforme à celui qui leur est appliqué dans le cadre du PSPP.

Une référence pour les achats sera définie au niveau du groupe émetteur. Cette référence sera neutre au sens où elle reflètera de manière proportionnelle toutes les émissions en cours admises pour la référence. Cela signifie également que l'encours de marché fournit une pondération pour chacune des juridictions d'émission au sein de la référence. Les limites relatives au groupe d'émetteurs seront fondées sur la référence afin de garantir un portefeuille diversifié, tout en offrant dans le même temps une marge de manœuvre suffisante pour constituer ce dernier.

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. La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,3 % au quatrième trimestre 2015, soutenue par la demande intérieure, mais freinée par une contribution légèrement négative des exportations nettes. Les données récemment disponibles pour le premier trimestre 2016 restent généralement compatibles avec une poursuite de la reprise économique modérée, même s'il a été fait référence à des observations au niveau des pays qui dénotent une dynamique de croissance du PIB en volume légèrement plus forte au premier trimestre 2016 par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2016 établies par les services de la BCE. Dans l'ensemble, la reprise modérée de l'économie de la zone euro s'est poursuivie. Si les risques pesant sur les perspectives de croissance se sont atténués dans une certaine mesure, ils sont toujours considérés comme restant à la baisse. Les décisions de politique monétaire prises récemment par le Conseil des gouverneurs ont amélioré les conditions générales de financement, ce qui devrait soutenir les perspectives en matière de consommation et d'investissement. Toutefois, des incertitudes persistent. Elles concernent, en particulier, l'évolution de l'économie mondiale et les risques géopolitiques.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont procédé à des échanges de vues, prenant en compte les dernières Perspectives de l'économie mondiale du FMI, qui ont été publiées après les projections de mars 2016 réalisées par les services de la BCE. Ils ont pris acte du fait que, dans les dernières prévisions du FMI, les perspectives de croissance de l'économie mondiale en 2016 et en 2017 ont été révisées à la baisse par rapport à la mise à jour des

Perspectives de l'économie mondiale en janvier 2016, et que la croissance des échanges internationaux, à 2,8 %, a été estimée inférieure à la croissance économique mondiale (3,1 %) en 2015. La révision à la baisse de l'activité mondiale ressortant des prévisions du FMI a été perçue comme une confirmation de l'approche prudente adoptée par le Conseil des gouverneurs lors de sa précédente réunion de politique monétaire. Les dernières prévisions du FMI pouvaient également être interprétées comme allant dans le sens du diagnostic selon lequel l'un des principaux défis que doivent relever les économies avancées est l'accroissement de la productivité.

Cela étant, les dernières Perspectives de l'économie mondiale du FMI peuvent être jugées plutôt pessimistes, au regard de certaines caractéristiques plus favorables de l'environnement international constatées par les membres du Conseil, en particulier l'atténuation des récentes turbulences observées sur les marchés financiers. De plus, il convient de garder à l'esprit la forte hétérogénéité des situations économiques dans les économies avancées, certaines d'entre elles s'approchant du plein emploi.

Toujours à propos des risques mondiaux examinés lors des Assemblées annuelles du FMI à Washington, il a été fait référence à un ralentissement de l'activité pouvant être plus prononcé dans les économies de marché émergentes, y compris en Chine ; à un regain potentiel de turbulences sur les marchés financiers ; au risque qu'une croissance durablement lente entraîne une diminution de la croissance potentielle *via* des effets d'hystérèse; et à des risques géopolitiques au niveau régional et mondial.

S'agissant de la zone euro, les membres du Conseil ont été d'accord pour estimer que la reprise économique était en cours, la dynamique de croissance étant confortée par les mesures de politique monétaire et leur incidence favorable sur les conditions de financement, par l'amélioration de la croissance de l'emploi et par les cours toujours relativement bas du pétrole, qui soutiennent la consommation. En outre, il a été observé que si la croissance se révélait conforme aux prévisions pour le premier trimestre, cela représenterait le douzième trimestre consécutif de croissance économique positive pour la zone euro et le septième trimestre consécutif de croissance supérieure à la croissance potentielle. Par conséquent, l'écart de production se réduit, mais seulement très progressivement. Une vitesse d'ajustement aussi lente n'était pas inhabituelle dans le contexte d'une récession de bilan, qui implique des « fuites » affectant le cercle vertueux qui apparaît normalement entre augmentation du revenu et de la consommation. Cela étant, il a été indiqué qu'à l'occasion de la mise à jour des prévisions de croissance dans la zone euro, le FMI les a révisées à la baisse, malgré l'intégration de la dernière série de mesures de politique monétaire annoncées en mars 2016. De plus, des inquiétudes ont été formulées au sujet de l'indicateur EuroCoin, souvent cité comme un indicateur conjoncturel utile de la croissance dans la zone euro, qui a enregistré en mars sa plus forte baisse sur plus de trois ans.

En ce qui concerne l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation des perspectives et des risques présentée par M. Praet dans son introduction. Selon Eurostat, la variation annuelle de l'inflation totale dans la zone euro s'est établie à 0,0 % en mars 2016, contre - 0,2 % le mois précédent. Par conséquent, l'évolution de l'IPCH est restée atone. L'amélioration de l'inflation totale en mars s'explique principalement par l'accentuation de la hausse des prix des services. Toutefois, il convient de garder à l'esprit que le rebond enregistré par la variation des prix des services, de 0,9 % en février à 1,4 % en mars, était dû en grande partie aux postes liés aux voyages, comme les voyages à forfait et les

services d'hébergement, ainsi qu'aux postes liés au transport, comme le transport aérien, qui ont été influencés par le calendrier des fêtes de Pâques. Le taux d'inflation annuel mesuré par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a également progressé, passant à 1,0 %, après 0,8 % en février. Sur la base des cours à terme actuels du pétrole, l'inflation totale devrait redevenir négative au cours des prochains mois, avant de se redresser dans la deuxième partie de l'année en raison de l'incidence haussière d'effets de base et de la hausse attendue des cours du pétrole, intégrée dans le courbe des prix à terme. En 2017-2018, l'inflation devrait encore s'accélérer, en phase avec la reprise économique prévue et confortée par les mesures de politique monétaire de la BCE.

Les membres du Conseil ont également débattu des évolutions récentes des anticipations d'inflation. Il a été noté que le taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans s'est établi à 1,4 % environ et que la dernière campagne de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels menée par la BCE indique que les anticipations d'inflation à long terme se maintiennent, en moyenne, à 1,8 %, sans changement par rapport à la précédente campagne. Il a été considéré comme préoccupant que, en dépit de la stabilisation des prix du pétrole, les anticipations d'inflation fondées sur les marchés ne se soient pas redressées par rapport à leurs faibles niveaux. Un certain découplage des anticipations d'inflation par rapport aux évolutions des prix du pétrole a été observé, alors qu'auparavant une corrélation avait existé sur la période de recul des prix du pétrole. S'il est en principe souhaitable, un découplage des anticipations d'inflation par rapport aux évolutions des prix du pétrole est un motif de préoccupation dans le contexte actuel, les anticipations d'inflation à long terme ne se redressant pas parallèlement à la hausse des prix du pétrole. Dans le même temps, il a été noté que les anticipations concernant les hausses futures des prix du pétrole et leur contribution à la hausse de l'IPCH pourraient s'être établies à un niveau inférieur aux moyennes observées par le passé, ce qui pourrait en partie expliquer la persistance du niveau faible des anticipations d'inflation fondées sur les marchés. À cet égard, des modifications structurelles de l'approvisionnement en pétrole, comme une hausse de la production d'huile et de gaz de schiste et le retour de l'Iran sur le marché, pourraient faire de la faiblesse des prix du pétrole une caractéristique plus durable de la dynamique de l'inflation. Par ailleurs, les risques géopolitiques pourraient avoir une incidence sur les prix des matières premières et des produits de base, parallèlement à d'autres facteurs déterminant l'inflation totale au cours de l'année prochaine.

Les membres du Conseil ont ensuite examiné les évolutions récentes de la croissance des salaires, qui s'est stabilisée à des niveaux faibles, la croissance de la rémunération par tête étant inférieure à 1,5 % au quatrième trimestre 2015. D'une part, cette évolution a été considérée comme une indication possible du risque actuel d'effets de second tour, au travers desquels la faiblesse de l'inflation totale aurait déjà commencé à se répercuter sur l'inflation sous-jacente *via* un ralentissement de la progression des salaires. D'autre part, toutefois, il a été noté que les éléments probants manquaient et qu'une analyse plus approfondie serait nécessaire pour tester l'existence d'effets de second tour.

Globalement, un large consensus s'est dégagé pour reconnaître que même si l'on peut s'attendre à un redressement de l'inflation, il était crucial de veiller à ce que l'environnement de très faible inflation ne s'enracine pas *via* des effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires. Par

conséquent, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution des perspectives en matière de stabilité des prix.

Après l'examen des perspectives économiques en termes de croissance et de prix, un débat plus général a concerné les questions liées à l'interaction entre les différents domaines d'intervention des autorités dans la zone euro, également compte tenu des estimations basses concernant la production potentielle dans la zone euro, de la faible croissance de la productivité, du chômage toujours élevé et de l'investissement atone des entreprises. Il a été fait référence à différentes initiatives des autorités visant à renforcer l'investissement public et privé et au rôle de la banque centrale lorsqu'elle traite des réformes structurelles et communique sur ce thème en particulier. Les membres du Conseil ont fermement rappelé la nécessité que d'autres domaines d'intervention des autorités apportent une contribution nettement plus décisive, tant au niveau national qu'au niveau européen, afin de bénéficier pleinement des mesures de politique monétaire de la BCE. Ce sujet fait écho aux récents débats au niveau européen et mondial, se référant entre autres à l'approche en trois volets proposée par le FMI dans ses Perspectives de l'économie mondiale. En particulier, les membres du Conseil ont jugé que des mesures visant à renforcer la productivité et à améliorer l'environnement des affaires, notamment à travers la mise en place d'infrastructures publiques adéquates, sont vitales pour accroître l'investissement et stimuler la création d'emplois. La mise en œuvre rapide et efficace de réformes structurelles, dans un contexte de politique monétaire accommodante, se traduirait non seulement par une croissance économique durable plus forte dans la zone euro mais augmenterait également sa capacité de résistance face aux chocs mondiaux.

En ce qui concerne le rôle de la politique monétaire, il est important de rappeler que la croissance potentielle à long terme et le chômage structurel sont principalement déterminés par des facteurs réels, comme la productivité et la croissance de la population active. Toutefois, il a été remarqué que la politique monétaire pouvait apporter sa contribution en soutenant une reprise conjoncturelle rapide visant à atteindre le potentiel de production, évitant ainsi une détérioration de la qualité de la main-d'œuvre qui est généralement associée à des périodes de chômage plus longues. De même, une hausse de l'investissement soutenue par la politique monétaire durant la phase de reprise conjoncturelle pourrait renforcer le stock de capital dans l'ensemble de l'économie, ce qui accroîtrait les capacités productives.

S'il ne fait aucun doute que les politiques structurelles mises en place par les gouvernements ont au final un rôle clé à jouer comme déterminant de la croissance à long terme, et que la BCE apporte une contribution importante à court terme par l'orientation très accommodante de sa politique monétaire, la question reste de savoir comment communiquer le plus efficacement au sujet des réformes structurelles, du point de vue de la politique monétaire.

Généralement, il est admis que la formulation de recommandations en matière de réformes structurelles peut s'avérer délicate, les besoins de réformes structurelles différant considérablement selon les pays de la zone euro et la généralisation au niveau de l'ensemble de la zone euro n'étant pas nécessairement possible. De plus, il a été rappelé qu'il y a déjà des recommandations spécifiques par pays dans le cadre du Semestre européen. Ainsi, il existe déjà une procédure par laquelle la Commission européenne est chargée de contribuer à la coordination des politiques économiques dans la zone euro et, plus largement, dans l'Union européenne. Il est regrettable que ces recommandations très détaillées pour chaque pays ne

soient pas suffisamment suivies et mises en œuvre. Cela étant, il a également été pris acte des progrès accomplis dans la mise en œuvre des réformes structurelles dans la zone euro. Beaucoup de pays ont mis en œuvre des réformes du marché du travail, mais les réformes du marché des biens et services ne semblent pas avoir progressé au même rythme. Dans le contexte actuel, de nouvelles réformes des marchés des biens et services sont à considérer comme la priorité absolue.

Globalement, s'il peut être jugé utile que la BCE examine ces questions de manière plus approfondie et s'intéresse aux conséquences défavorables que représente une insuffisance de réformes pour la zone euro, l'établissement d'un calendrier détaillé par pays est du ressort des gouvernements nationaux et d'autres institutions européennes. Lors de l'examen des réformes structurelles, le Conseil des gouverneurs s'attachera à adopter clairement une perspective de politique monétaire, en évaluant l'incidence des réformes structurelles en cours et l'environnement dans lequel la BCE conduit la politique monétaire. En tout premier lieu, cela suppose d'évaluer dans quelle mesure les réformes structurelles affectent l'évolution de l'inflation, surtout en ce qui concerne leurs effets à court et long terme, y compris des effets désinflationnistes potentiellement durables liés à une mise en œuvre trop lente des réformes structurelles. En outre, il est nécessaire d'évaluer comment, et dans quelle mesure, les réformes structurelles pourraient favoriser la convergence entre les pays de la zone euro et améliorer le partage des risques pour les marchés.

Dans ces circonstances, il a été reconnu qu'il subsistait des carences majeures au niveau européen. S'agissant tout particulièrement des priorités de l'UE, la réalisation de l'union bancaire a été citée, de même que l'importance de promouvoir l'union des marchés de capitaux. De plus, l'achèvement du marché unique des services et l'instauration d'un marché commun des biens et des services numériques ont également été désignés comme des domaines qui auraient une incidence positive sur la croissance. Il a été suggéré que « le rapport des cinq présidents : Compléter l'Union économique et monétaire européenne » soit soutenu avec une plus grande détermination. À cet égard, l'analyse quantitative, qui met en exergue le coût d'une union économique et monétaire incomplète en termes de bien-être et d'emploi, serait utile. Il a également été indiqué que la BCE assumait ses propres responsabilités concernant le secteur bancaire de la zone euro à la suite de la mise en place du mécanisme de surveillance unique en 2014.

Enfin, 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, pour maintenir la confiance dans le cadre budgétaire tout en soutenant la reprise économique. Il a été rappelé que les pays doivent s'efforcer de mettre en place des politiques budgétaires plus propices à la croissance, y compris par la réduction de la charge fiscale pesant sur les ménages et les entreprises, et qu'ils doivent réduire les dépenses publiques actuelles et accroître la part des investissements publics au sein des dépenses publiques globales. En outre, la marge de manœuvre budgétaire devrait être utilisée, le cas échéant. Il a été suggéré que les mesures d'incitation visant à stimuler l'investissement et les programmes mis en place à l'échelle de l'UE pourraient être davantage utilisés. Il serait souhaitable que le plan d'investissement pour l'Europe de la Commission européenne produise rapidement des résultats, il a cependant également été observé que ce plan n'allait peut-être pas assez loin.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance de la monnaie au sens large (M3) est demeurée robuste. Les données récentes relatives à la croissance du crédit et celles tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ont été jugées encourageantes. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2016 a indiqué une poursuite de l'amélioration des conditions de l'offre de crédit aux entreprises et de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts. Globalement, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont nettement amélioré les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages, ainsi que les flux de crédits dans la zone euro.

Concernant l'évaluation de l'évolution du crédit, l'attention a été attirée sur l'importante capacité nette de financement des sociétés non financières qui, ajoutée à l'atonie de l'activité d'investissement et au niveau élevé des bénéfices non distribués, suggère que la demande de crédit émanant des entreprises pourrait demeurer faible. Il a été demandé de poursuivre les travaux d'analyse de l'état du secteur bancaire, y compris sur les besoins résiduels d'assainissement des bilans et pour les évolutions des modèles d'activité, les banques constituant un élément clé de la transmission efficace de la politique monétaire dans la zone euro. Il a également été souligné que, dans certains pays, le degré d'effet de levier dans le secteur bancaire a reflété un niveau d'endettement élevé dans le secteur non financier tant privé que public.

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. Sur la base des informations disponibles, le redressement modéré de l'économie devrait se poursuivre, la demande intérieure, en particulier, continuant de bénéficier des mesures de politique monétaire de la BCE. Dans le même temps, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont demeurés à la baisse. La dynamique de l'inflation est restée atone et l'IPCH annuel pourrait redevenir négatif dans les prochains mois, avant d'augmenter au second semestre 2016 et de continuer à se redresser en 2017 et 2018, soutenu par les mesures de politique monétaire de la BCE et la reprise économique attendue.

Il a été souligné que les chiffres récents de l'inflation sont demeurés très bas, justifiant les décisions de politique monétaire récemment prises par le Conseil des gouverneurs. Tandis que les anticipations d'inflation se sont légèrement stabilisées et que les turbulences sur les marchés financiers se sont atténuées, les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées des marchés sont restées proches des niveaux historiquement bas observés début 2015. Dans un tel environnement, il a été jugé important que la politique monétaire réagisse fermement pour contrer l'émergence d'éventuels effets de second tour sur les processus de fixation des prix et des salaires.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les mesures de politique monétaire de la BCE sont efficaces et qu'il existe des éléments justifiant un optimisme prudent concernant l'économie, comme l'a souligné M. Praet dans son introduction, mais aussi sur la nécessité de faire preuve de patience afin que les mesures fassent pleinement sentir leurs effets en termes de production et d'inflation. Il a été souligné

que la relance monétaire introduite depuis mi 2014 a entraîné un assouplissement important et généralisé des conditions d'emprunt pour l'ensemble de l'économie. De nouvelles améliorations des conditions de financement ont été observées après l'adoption de l'ensemble exhaustif de mesures lors de la réunion de politique monétaire qui s'est tenue début mars. En outre, la transmission des mesures de relance monétaire s'est renforcée, notamment à travers le système bancaire.

L'accent doit à présent être porté sur la mise en œuvre de la dernière série de décisions, y compris la nouvelle série de TLTRO et le CSPP, qui sont axés sur l'amélioration de la transmission monétaire par le soutien à la création de crédit et sur la poursuite du renforcement des effets des achats d'actifs de l'Eurosystème sur les conditions de financement de l'économie réelle. Il convient de rappeler que les effets d'annonce ne sont pas les seuls à avoir eu une incidence, la phase de mise en œuvre, qui n'avait pas encore commencé dans le cas des dernières mesures, ayant également joué un rôle. Par conséquent, de nouvelles mesures de stimulation sont prévues à compter de juin 2016, dans le cadre du CSPP et des TLTRO II, notamment.

Un large consensus s'est dégagé sur la nécessité de contrer la perception selon laquelle la politique monétaire ne pouvait plus contribuer à un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il était important de mettre l'accent sur les scénarios contrefactuels, c'est-à-dire les résultats qu'aurait affichés l'économie de la zone euro si la BCE n'avait pas agi. La politique monétaire a pour objectif de réaliser la stabilité des prix à moyen terme et est demeurée efficace *via* plusieurs canaux, y compris les achats d'actifs et les taux d'intérêt négatifs.

En ce qui concerne l'horizon temporel du retour des taux d'inflation mesurés par l'IPCH à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, il a été rappelé que la stratégie de politique monétaire de la BCE n'avait pas spécifié de définition précise du moyen terme et ce, pour de bonnes raisons, l'horizon de politique économique dépendant de la nature des chocs affectant l'économie et de la longueur *de facto* variable du délai de transmission de la politique monétaire. En particulier, l'horizon à moyen terme ne devrait pas être assimilé à celui des projections établies par les services comme le font parfois les observateurs extérieurs lorsqu'ils caractérisent la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs. À cet égard, il a été nécessaire d'accorder le plus grand soin à l'élaboration de cette fonction et ce, dans le contexte des indications prospectives de politique monétaire, afin d'éviter que la politique monétaire ne soit perçue comme mécaniquement axée sur un horizon temporel spécifique.

Dans le même temps, la prise en compte de la nature des chocs et des délais de transmission dans l'orientation à moyen terme du Conseil des gouverneurs ne doit pas être comprise comme une façon de reporter le nécessaire retour de l'inflation à des niveaux compatibles avec l'objectif de la BCE. Au contraire, il a été jugé que répéter fermement l'engagement du Conseil des gouverneurs de ramener sans tarder l'inflation à des niveaux proches de l'objectif, tout en respectant ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt, était essentiel à l'ancrage des anticipations et au soutien d'une transmission monétaire efficace. Cela est d'autant plus important que l'inflation est inférieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs depuis trois ans, ce qui a soulevé des questions de la part des observateurs extérieurs quant à la notion de moyen terme. Il a donc été souligné qu'il était essentiel de ne laisser aucune place au doute

quant à l'engagement du Conseil des gouverneurs à garantir un retour du taux d'inflation vers son objectif à moyen terme et ce, sans tarder.

Au total, un consensus s'est largement dégagé pour réaffirmer, suivant la proposition faite par M. Praet dans son introduction, les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et sur l'APP. Cela implique de réaliser des achats d'actifs dans le cadre de l'APP jusque fin mars 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. En outre, selon le Conseil des gouverneurs, les taux directeurs devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

Enfin, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs était unanime quant à son engagement à remplir sa mission et au caractère approprié d'une orientation expansionniste de la politique monétaire. À la lumière des récentes critiques publiques reliant les décisions de la BCE aux évolutions de la sphère politique dans l'un des États membres, il a été jugé important de réaffirmer collectivement l'indépendance de la BCE dans la poursuite de son mandat.

S'agissant des paramètres opérationnels du CSPP, un large soutien a été exprimé en faveur de la proposition du Directoire présentée par M. Cœuré. Il a été rappelé que l'inclusion d'obligations émises par des entreprises dans l'APP, comme décidé le 10 mars 2016 par le Conseil des gouverneurs, vise à fournir un soutien direct plus important au financement de l'économie réelle. Cela exige une approche flexible et pragmatique afin de garantir une réponse efficace aux difficultés de mise en œuvre. Dans le même temps, il a été rappelé que la prudence était de mise en ce qui concerne un certain nombre de paramètres, afin d'atteindre un équilibre adéquat entre les effets positifs attendus du programme sur l'activité et l'inflation, et la réduction des risques juridiques, économiques, opérationnels et de réputation.

S'agissant des principales caractéristiques du cadre opérationnel du CSPP, il a été souligné que le programme porte sur l'ensemble de la zone euro et est soumis au partage intégral des revenus et des pertes. Concernant les paramètres régissant la portée géographique et sectorielle du CSPP, il a également été avancé que l'efficacité de ce programme ne doit pas être mesurée par le volume d'achats en soi mais plutôt en fonction des canaux de transmission ciblés destinés à soutenir le crédit à l'économie réelle. Il a été souligné que l'inclusion d'émetteurs privés résidents dont les maisons mères sont situées hors zone euro permettrait à des sociétés fortement présentes dans l'économie réelle et en termes d'investissement au sein de la zone euro de bénéficier du programme, même si dans tous les cas, le CSPP serait transmis aux marchés des obligations d'entreprise, y compris les émetteurs non-résidents, *via* les effets de composition des portefeuilles.

S'agissant des maturités résiduelles éligibles, il a été remarqué que la limite supérieure de plus de 30 ans qui a été proposée semble élevée. Au total, une préférence pour les maturités longues a néanmoins été exprimée pour éviter un affaiblissement de l'effet de la transmission, compte tenu de la durée moyenne plus élevée des obligations qui seraient exclues. De plus, le potentiel de hausse des émissions de durée plus longue devrait également être pris en compte. S'agissant des autres paramètres de contrôle des risques dans le cadre du CSPP, après un échange de vues portant sur les mérites respectifs des

différentes limites, une préférence globale s'est dégagée pour la limite de part d'émission de 70 % qui a été proposée, en ligne avec les autres programmes d'achats du secteur privé dans le cadre de l'APP et le vaste champ du programme.

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 que le Conseil des gouverneurs avait décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureraient inchangés à, respectivement, 0,00%, 0,25% et - 0,40 %.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, l'accent est à présent mis sur la mise en œuvre des mesures supplémentaires décidées le 10 mars 2016. Les principaux paramètres techniques du CSPP ont été adoptés par le Conseil des gouverneurs et seront publiés dans un communiqué de presse.

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/is160421.fr.html>

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421.fr.html>

https://www.banque-france.fr/uploads/tx_bdfgrandesdates/CP-BCE-FR-cspp-20160425_02.pdf

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

Membres

M. Draghi, président

M. Constâncio, vice-président

M. Bonnici

M. Cœuré

M. Costa

M^{me} Georghadji *

M. Jazbec

M.Knot
M^{me} 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 avril 2016 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

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

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

Personnes accompagnantes

M. Bitāns
M^{me} Buch
M. Dewatripont
M^{me} Donnery, suppléante de M. Lane *
M. Fagan
M. Gaiotti
M. Hernández de Cos
M. Kaasik, suppléant de M. Hansson
M. Kuodis
M. Le Lorier

M. Luikmel
M. Mifsud
M. Mooslechner
M. Mrva
M. Ramalho
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Tratnik
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

M^{me} Graeff, directrice générale Communication

M. Smets, conseiller auprès du président

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