



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**

EUROSYSTEME

**2 avril 2015**

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

du Conseil des gouverneurs  
de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Nicosie  
les mercredi 4 et jeudi 5 mars 2015

Traduction Banque de France

.....

**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 précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 21-22 janvier 2015, l'annonce par la BCE de son programme étendu d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme – APP*) a eu une incidence importante sur les marchés financiers de la zone euro, contribuant à la baisse des rendements des emprunts publics et des taux du marché monétaire, en particulier sur les échéances les plus longues, tandis que l'euro s'est encore déprécié contre dollar, notamment dans les jours qui ont précédé la réunion.

Avec la décision d'étendre le programme d'achats d'actifs, à savoir d'ajouter aux programmes existants d'achats d'actifs du secteur privé un programme d'achats de titres du secteur public (*Public sector purchase programme – PSPP*), les rendements des emprunts publics de la zone euro ont continué de s'inscrire à la baisse, et ont atteint des points bas historiques dans la plupart des pays, davantage de rendements obligataires étant devenus négatifs depuis la réunion des 21-22 janvier. Dans le même temps, les courbes des rendements souverains ont continué de s'aplatir. Les écarts de rendements souverains intra-zone euro se sont réduits après s'être tout d'abord élargis dans les semaines qui ont suivi la réunion de politique monétaire de janvier du Conseil des gouverneurs. Les mesures d'anticipations d'inflation fondées sur les marchés, telles qu'elles ressortent par exemple du taux anticipé à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans, se sont inscrites en hausse dans un premier temps après l'annonce du programme étendu mais ont diminué par la suite, annulant l'essentiel de la hausse, pour s'établir légèrement au-dessus de 1,60 % début mars.

Les marchés d'actions de la zone euro ont continué d'afficher de bonnes performances après l'annonce du programme étendu.

En ce qui concerne la mise en œuvre du programme, les intervenants de marché ont souligné la possible rareté d'obligations répondant aux critères d'achat du PSPP, citant deux principaux facteurs. Premièrement, les émissions nettes des États de la zone euro sur la durée du programme seraient modestes, comme le montre déjà la valorisation des pensions livrées à terme à des niveaux très négatifs sur certains marchés, dénotant la pénurie attendue sur certains types de collatéral. Deuxièmement, selon les intervenants de marché, la base des investisseurs en emprunts publics de la zone euro pourrait être réticente à céder son portefeuille en raison des contraintes réglementaires, de l'absence d'autres opportunités d'investissement intéressantes et de la gestion par les investisseurs institutionnels détenant les portefeuilles jusqu'à l'échéance (« *buy and hold* »).

Les marchés grecs ont enregistré plusieurs épisodes de forte volatilité en réaction à l'enchaînement des événements, mais la contagion à d'autres marchés d'emprunts publics de la zone euro est demeurée limitée.

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, 51,2 milliards d'euros et 3,5 milliards le vendredi 27 février 2015. Conformément aux régularités saisonnières, les émissions publiques d'obligations sécurisées se sont redressées en janvier et sont demeurées soutenues. Les émissions ont été faites par une base

plus large d'émetteurs et d'États et ont également affiché une échéance moyenne plus longue qu'observé précédemment. Les écarts de rendement sur le marché secondaire ont continué de se réduire pour les obligations sécurisées dans la plupart des États de la zone euro, notamment en Espagne et en Italie. Les achats effectués dans le cadre de l'ABSPP sont demeurés faibles, ce qui, selon les intervenants de marché, pourrait être attribué à plusieurs facteurs. L'offre est restée modeste, de nombreuses banques ayant d'autres opportunités de financement plus intéressantes que les ABS et estimant que les émissions d'ABS n'offraient qu'une possibilité limitée d'alléger leurs besoins en fonds propres compte tenu de l'absence d'avancées du cadre réglementaire. Un redressement des nouvelles émissions était prévu, tandis que l'activité sur le marché secondaire des ABS était structurellement faible et le marché caractérisé par un comportement de détention jusqu'à l'échéance.

S'agissant des opérations de crédit de l'Eurosystème, l'arrivée à échéance des deux opérations de refinancement à long terme d'une durée de trois ans les 29 janvier et 26 février 2015 n'a pas eu d'incidence significative sur le niveau de l'excédent de liquidité, les opérations arrivant à maturité ayant été, dans une large mesure, renouvelées sous forme d'opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème à plus court terme. En outre, les évolutions des facteurs autonomes ont également eu une incidence favorable sur le niveau de l'excédent de liquidité. Conjugué aux décisions de politique monétaire prises lors de la réunion des 21-22 janvier, le niveau de l'excédent de liquidité a exercé une nouvelle pression à la baisse sur les taux du marché monétaire. Depuis cette date, l'Euribor 3 mois et l'Euribor 1 an ont continué de reculer et ont atteint de nouveaux points bas, respectivement, de 3,8 et 2,3 points de base, reflétant en partie les anticipations de persistance d'un important excédent de liquidité. L'Eonia s'est maintenu à des niveaux compris entre - 4 et - 6 points de base sur l'essentiel de la période, peu éloignés du plus bas historique de - 8,5 points de base. Sur les marchés de pensions, les taux à court terme des titres acceptés généralement en nantissement se sont inscrits entre - 10 points de base et - 15 points de base.

En ce qui concerne les mesures fondées sur les marchés des anticipations relatives à la politique monétaire, la courbe des *swaps* indexés sur l'Eonia s'est inscrite en baisse de 6 points de base sur les échéances supérieures à deux ans à partir d'anticipations selon lesquelles le programme étendu d'achats d'actifs maintiendrait un niveau important de liquidités excédentaires à long terme.

En ce qui concerne les évolutions sur le marché des changes, le taux de change de l'euro contre le dollar a été relativement stable sur l'essentiel de la période qui a suivi la précédente réunion de politique monétaire, avant de se déprécier dans les jours précédant la réunion du Conseil des gouverneurs à Nicosie. À l'avenir, les intervenants de marché s'attendent à une nouvelle dépréciation de l'euro en raison de la divergence des orientations de politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro, les récentes améliorations sur le marché du travail aux États-Unis ayant donné lieu à l'anticipation par les marchés d'une première hausse du taux des fonds fédéraux. En outre, selon les intervenants de marché, l'accroissement de l'écart de rendement payé pour les échanges croisés de devises, notamment sur les échéances supérieures à deux ans, s'explique essentiellement par la hausse attendue de l'excédent de liquidité dans la zone euro à la suite de la mise en œuvre du programme étendu d'achats d'actifs et de la forte progression des émissions libellées en euros par des institutions non européennes bénéficiant de conditions d'émission avantageuses, même après avoir converti en dollars le produit de ces opérations.

En Suisse, depuis la décision de la Banque nationale suisse, le 15 janvier 2015, de supprimer le cours plancher de 1,20 franc suisse pour un euro, le franc suisse s'est déprécié de 1,00 franc suisse à 1,07 franc suisse pour un euro, reflétant une rectification au regard de la très forte appréciation initiale de la devise suisse consécutive à la décision.

Fin février, le taux de change de la couronne danoise par rapport à l'euro s'est à nouveau approché de son cours pivot au sein du MCE II, les flux d'entrées de capitaux en couronne danoise se ralentissant suite aux mesures prises par les autorités danoises pour défendre le cours pivot.

### *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.

La reprise de l'économie mondiale devrait se poursuivre mais demeurer inégale entre les différentes régions. Après un léger ralentissement au quatrième trimestre 2014, la dynamique de la croissance mondiale a montré des signes de stabilisation début 2015, à la faveur des baisses des cours du pétrole enregistrées précédemment. De même, l'indice global des directeurs d'achat (PMI) pour les nouvelles commandes à l'exportation dénote une croissance soutenue début 2015, après une certaine modération au quatrième trimestre 2014. La hausse annuelle de l'IPC dans l'OCDE est revenue à 0,5 % en janvier 2015, sous l'effet d'une contribution négative des prix de l'énergie. Cependant, hors produits alimentaires et énergie, elle ne s'est que peu ralentie, ressortant à 1,7 %. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 21-22 janvier 2015, les cours du *Brent* ont augmenté de 26 % pour s'établir à environ 61 dollars le baril le 3 mars 2015, soit un niveau toujours inférieur de pratiquement 50 % au point haut de mi-2014. Les prix des matières premières hors énergie ont diminué de 3 %, essentiellement en raison de l'évolution des prix des métaux. L'euro s'est déprécié de 4 % par rapport au dollar et de 2,2 % en termes effectifs nominaux.

Dans la zone euro, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2014. Même si aucune ventilation n'est encore disponible, les indicateurs à court terme et les données disponibles par pays suggèrent que la demande intérieure comme les exportations ont continué de soutenir la croissance. La dynamique de croissance modérée observée dans la zone euro au cours des derniers trimestres s'explique principalement par l'atonie de l'investissement sur fond de faiblesse persistante des bénéfices des entreprises, d'importantes capacités de production inutilisées et d'incertitude relative aux perspectives de croissance. En dépit de la hausse de la production enregistrée au cours des derniers trimestres et de la baisse du taux de chômage par rapport au pic de 2013, le taux d'utilisation des capacités dans l'économie reste faible.

Les indicateurs disponibles font état d'un redressement de l'économie début 2015. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*) de la Commission européenne se sont améliorés en janvier et en février, s'établissant, en moyenne, au-dessus de leurs niveaux respectifs du quatrième trimestre 2014. La dynamique de la consommation privée s'est

maintenue, le volume des ventes au détail et des nouvelles immatriculations de voitures particulières ayant fortement augmenté en janvier. De plus, la confiance des consommateurs a nettement progressé en janvier et en février, atteignant son niveau d'avant la crise.

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. Le taux de chômage a continué de diminuer, de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 11,2 % en janvier 2015, après des baisses d'ampleur similaire au cours des deux mois précédents. Les données tirées d'enquêtes font état d'une poursuite de la croissance modérée de l'emploi au quatrième trimestre 2014 et au premier trimestre 2015.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une hausse du PIB annuel en volume de 1,5 % en 2015, de 1,9 % en 2016 et de 2,1 % en 2017. Par rapport aux projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2014, les projections relatives à la croissance du PIB en volume en 2015 et en 2016 ont été révisées à la hausse, reflétant l'incidence favorable de la baisse des cours du pétrole, l'affaiblissement du taux de change effectif de l'euro et les effets des mesures de politique monétaire non conventionnelles prises par la BCE depuis juin 2014. Afin de bien identifier et d'évaluer la pleine incidence de ces mesures sur les perspectives macroéconomiques, une approche plus complète a été adoptée afin d'inclure également les canaux de transmission qui ne sont habituellement pas entièrement pris en compte par le cadre de modélisation standard utilisé dans l'exercice de projection, tels que le canal du rééquilibrage des portefeuilles, certains canaux liés aux anticipations et les mécanismes de rétroaction entre la sphère réelle et la sphère financière.

Concernant les prix, l'inflation dans la zone euro est demeurée très faible et les perspectives d'évolution à court terme sont modérées. Selon Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro a chuté à - 0,2 % en décembre 2014 et - 0,6 % en janvier 2015. En février, selon l'estimation rapide d'Eurostat, elle a rebondi, à - 0,3 %, principalement sous l'effet d'une hausse du taux annuel de variation des composantes énergie et produits alimentaires. L'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 0,6 % en février, sans changement par rapport à janvier, et 0,1 point de pourcentage en dessous de son niveau de décembre 2014.

Les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives aux prix des intrants et des produits finaux dans le secteur manufacturier et les services montrent un léger rebond en février, après un recul substantiel en janvier. Les données de février sont plus proches des niveaux observés en décembre mais continuent d'indiquer des pressions modérées sur les prix au cours des prochains mois. De même, les données tirées des enquêtes de la Commission européenne relatives aux prix de vente dans l'ensemble des principaux secteurs de l'économie de la zone euro font état d'un redressement, en particulier dans le secteur du commerce de détail.

Les évolutions des prix à la production sont demeurées très faibles. Le taux de variation annuel des prix à la production dans l'industrie hors énergie et construction a encore baissé en janvier, à - 0,7 %, contre - 0,4 % en décembre et - 0,1 % en novembre. La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires, qui ont tendance à entraîner la hausse des prix des biens manufacturés hors énergie, s'est ralentie en janvier par rapport à décembre et novembre. Dans le même temps, le taux de variation annuel des prix à l'importation pour les biens intermédiaires a été positif pour le troisième mois consécutif et celui des prix à l'importation pour les biens de consommation non alimentaires a augmenté à la suite de la dépréciation de l'euro. Le taux de variation annuel des prix à la production des biens de consommation alimentaire poursuit son recul depuis mi-2014.

Quant à l'avenir, les dernières informations disponibles suggèrent que les taux annuels de variation de l'IPCH devraient rester très bas ou négatifs durant un certain temps, reflétant principalement les baisses passées des cours du pétrole libellés en dollars, qui n'ont été que partiellement compensées par la récente dépréciation de l'euro. À plus long terme, la pente ascendante de la courbe des prix des contrats à terme d'achat ou de vente de pétrole indique que la pression baissière créée par la chute des cours du pétrole devrait s'atténuer plus tard dans l'année. Cette évolution, conjuguée avec le redressement attendu de la demande, l'effet des mesures non conventionnelles de politique monétaire mises en œuvre depuis juin 2014 et la dépréciation de l'euro, devrait continuer à favoriser une hausse progressive des taux d'inflation.

Les projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 0,0 % en 2015, de 1,5 % en 2016 et de 1,8 % en 2017. Par comparaison avec les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème publiées en décembre 2014, la projection d'inflation pour 2015 a été révisée à la baisse, principalement en raison de la diminution des cours du pétrole observée antérieurement. En revanche, la projection pour 2016 a été légèrement revue à la hausse, reflétant également les effets attendus des mesures récentes de politique monétaire.

Concernant les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2015 indique que le taux d'inflation attendu à cinq ans s'est établi à 1,77 %. Les mesures à moyen et à long terme tirées d'indicateurs de marché, telles que le taux anticipé des *swaps* indexés sur l'inflation, se sont stabilisées depuis la précédente réunion de politique monétaire.

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 a continué de s'inscrire à la baisse sur les échéances plus longues. Les rendements à long terme des obligations souveraines dans la zone euro ont également poursuivi leur baisse à la suite de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs. Les cours boursiers ont fortement progressé dans la zone euro au cours de cette période. Les taux appliqués aux prêts bancaires ont nettement reculé depuis l'été 2014, le coût nominal des

emprunts bancaires pour les sociétés non financières (SNF) diminuant durant deux trimestres consécutifs et continuant à fléchir en janvier 2015.

La croissance de la monnaie et du crédit a continué de se redresser, bien qu'à des niveaux faibles. Le taux de croissance annuel de M3 s'est élevé à 4,1 % en janvier 2015, après 3,8 % en décembre. Cette évolution est principalement imputable à M1, notamment aux dépôts à vue, tandis que les autres dépôts à court terme ont continué de freiner la dynamique monétaire. Ces effets de substitution peuvent s'expliquer en partie par les taux d'intérêt très bas. Le taux de croissance annuel de M1 a atteint un robuste 9,0 % en janvier, ce qui est cohérent avec une reprise dans la zone euro au cours des prochains trimestres.

La reprise observée dans la dynamique des prêts s'est également poursuivie. Le taux de variation annuel des prêts octroyés aux SNF par les institutions financières monétaires (IFM), en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation, a continué de s'améliorer en janvier 2015, en s'élevant à -0,9 %, après -1,1 % en décembre 2014, -1,4 % en novembre et -1,6 % en octobre. Le taux de croissance annuel des prêts accordés aux ménages par les IFM, corrigé des cessions de prêts et de la titrisation, a légèrement progressé en janvier pour s'établir à 0,9 %, après 0,8 % en décembre. En rythme annuel, les IFM ont continué d'augmenter leurs portefeuilles de valeurs mobilières. Sur la période de douze mois cumulés s'achevant en janvier, les achats nets de valeurs par les IFM de la zone euro sont demeurés positifs en raison d'un accroissement de la détention d'obligations souveraines et d'une réduction des remboursements nets de créances privées.

S'agissant des autres contreparties de M3, les flux annuels enregistrés au titre de la position extérieure nette des IFM se sont encore modérés en janvier 2015, par rapport au maximum historique atteint mi-2014. La réduction en cours des engagements des IFM à long terme (hors capital et réserves), dont le taux annuel de variation s'est élevé à -5,7 % en janvier, contre -5,5 % en décembre, a contribué de manière significative à l'accélération de la croissance annuelle de M3.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'orientation budgétaire moyenne de la zone euro devrait demeurer globalement neutre.

#### *Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Praet a indiqué que l'activité économique s'est accélérée récemment et que les dernières projections établies par les services de la BCE font état d'une amélioration des perspectives de croissance économique pour la zone euro, en dépit des risques à la baisse qui les entourent. En outre, la hausse de l'IPCH dans la zone euro devrait progressivement revenir à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à l'horizon pertinent pour la politique monétaire, sous l'effet de l'assouplissement marqué de l'orientation de la politique monétaire créé par les mesures non conventionnelles adoptées par le Conseil des gouverneurs depuis juin dernier. En recoupant les résultats de l'analyse économique avec ceux de l'analyse monétaire, on constate que

les dynamiques de la monnaie et du crédit se sont encore renforcées et sont également cohérentes avec les perspectives d'une lente amélioration de l'environnement pour la croissance et l'inflation dans la zone euro. Au total, les décisions prises par le Conseil des gouverneurs du 22 janvier 2015 ont fortement contribué à faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation et donnent des raisons d'avoir confiance. Le Conseil des gouverneurs a cependant dû rester prudent, la reprise économique n'en étant qu'à son tout début et l'incertitude étant élevée, notamment en ce qui concerne les dernières années de l'horizon de projection, qui s'étend à présent jusqu'à 2017.

Dans le cadre de son évaluation des options de politique monétaire pour la présente réunion, M. Praet a noté que l'état actuel de l'économie et les évolutions attendues, ainsi que le scénario de référence pour la stabilité des prix étaient conformes aux étalonnages qui sous-tendent les dernières décisions de politique monétaire. Ainsi, il a considéré qu'il n'était pas nécessaire, lors de la réunion, que le Conseil des gouverneurs réexamine les paramètres qui sous-tendent le programme étendu d'achats d'actifs. Il n'était pas non plus nécessaire d'envisager une nouvelle initiative de politique monétaire, l'accent devant plutôt être mis à présent sur la mise en œuvre résolue des mesures décidées précédemment. Dans le même temps, il était important de reconnaître que l'ampleur de la reprise économique conjoncturelle dans la zone euro indiquée dans les projections de mars 2015 établies par les services de la BCE ne laissait aucune place aux excès de confiance, car des défis structurels importants restent à relever s'agissant notamment de la faible croissance potentielle et du niveau élevé du chômage structurel.

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

### *Analyses économique et monétaire*

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont généralement partagé l'analyse des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données économiques les plus récentes et en particulier les résultats d'enquêtes disponibles jusqu'en février 2015 ont été jugés comme allant dans le sens d'une nouvelle amélioration de l'activité économique au début de cette année. Les différentes mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs, notamment les mesures précédentes et le programme d'achats d'actifs récemment étendu, semblent avoir contribué à cette amélioration générale, en particulier en renforçant le rôle de la confiance comme canal important de transmission de la politique monétaire. Des éléments ont également montré plus clairement que la baisse récente des cours du pétrole a eu une incidence positive sur la demande agrégée à court terme, tandis que l'effet stimulant sur la croissance de la dépréciation de l'euro devrait se faire sentir avec un certain retard. Dans l'ensemble, ces éléments ont été considérés comme allant dans le sens d'un



élargissement et d'un renforcement progressifs de la reprise de l'économie de la zone euro dans les mois à venir.

Cette évaluation est également globalement ressortie des projections macroéconomiques de mars 2015 pour la zone euro établies par les services de la BCE, comme l'a indiqué M. Praet. Dans la mesure où les projections des services de la BCE supposaient une mise en œuvre intégrale de toutes les mesures qui avaient été décidées depuis juin 2014, il a été jugé qu'elles confortaient l'engagement et la confiance du Conseil des gouverneurs en l'efficacité des mesures, qui a été corroborée depuis par une large gamme de variables des marchés financiers.

Les membres ont pris note de l'intégration de l'incidence totale des mesures non conventionnelles de politique monétaire dans le scénario de référence actuel des projections, ce qui n'avait pas été le cas dans les exercices de projection précédents, en prenant également en compte, en plus des effets ressortant des hypothèses techniques relatives aux taux d'intérêt, aux taux de change et aux cours boursiers, les canaux de transmission financiers qui ne sont pas habituellement appréhendés dans le cadre standard de projection. L'incidence de l'annonce du programme étendu d'achats d'actifs sur la base des projections *via* un certain nombre d'hypothèses techniques a compté pour une part importante dans les révisions à la hausse. À cet égard, l'importance de cette avancée méthodologique permettant de prendre en compte des canaux de transmission financiers supplémentaires ne doit pas être surestimée, compte tenu de son incidence quantitative relativement limitée.

Pour compléter leurs réflexions sur les projections de référence, les membres ont procédé à un échange de vues sur les perspectives de croissance. Conformément à la présentation de M. Praet, le caractère cyclique de l'accélération prévue de la croissance a été souligné, la croissance potentielle demeurant relativement modeste, ce qui souligne la nécessité de réformes structurelles afin de l'améliorer. De plus, il a été noté que les perspectives de croissance pour 2017 dépendaient de plusieurs facteurs susceptibles de devenir moins favorables à la croissance vers la fin de l'horizon de projection. Plus spécifiquement, il est difficile de savoir si la politique monétaire sera toujours aussi accommodante en 2017, en tenant compte du fait que les achats mensuels de titres de la zone euro réalisés dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs devraient durer jusqu'à la fin septembre 2016 et en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs constate un ajustement durable du rythme de l'inflation annuelle qui soit conforme à l'objectif de taux inférieur à, mais proche de 2 %. De plus, l'accélération de la croissance sur l'horizon de projection dépend également des hypothèses d'un maintien des prix du pétrole à un bas niveau et d'un nouveau renforcement du commerce extérieur. À cet égard, il a été avancé que les évolutions des prix du pétrole pourraient être plus fortes que supposé actuellement si la demande mondiale devait s'améliorer considérablement. De plus, la croissance pourrait également être limitée par des goulots d'étranglement structurels dans certains pays.

S'agissant des différentes composantes de la demande, plusieurs facteurs ont été cités comme pouvant indiquer que le renforcement du revenu réel disponible induit par les prix du pétrole exerce un effet relativement

marqué sur la consommation, comme cela est intégré dans les projections des services de la BCE. Des indicateurs favorables de consommation à court terme, tels que le commerce de détail et les immatriculations de voitures dans certains pays de la zone euro ont été cités. Un effet de consommation relativement fort pourrait également résulter des récentes mesures de politique monétaire, qui pourraient avoir accru la propension à consommer le gain de revenu induit par les cours du pétrole en atténuant l'incertitude, s'agissant notamment d'éventuels effets de second tour résultant de la baisse des prix du pétrole.

En ce qui concerne le profil d'exportation de la zone euro, il a été mentionné que l'on ne pouvait pas exclure que l'incidence de la dépréciation de l'euro sur la croissance des exportations soit légèrement plus forte que prévu actuellement, notamment pour certaines économies ouvertes où le taux de change actuel a permis une amélioration très sensible de la compétitivité-prix. L'investissement des entreprises devrait contribuer à la reprise en se renforçant sur l'horizon de projection. Au cours de la discussion, plusieurs arguments ont été présentés pour mettre en évidence différents défis compromettant une reprise rapide de l'investissement des entreprises. On a fait remarquer que la trajectoire prévue des bénéfices et des marges pouvait être jugée optimiste, compte tenu de l'absence persistante de pouvoir de marché des entreprises. De plus, même si les bénéfices devaient évoluer comme prévu dans les projections, il n'est pas certain que les bénéfices non distribués soient nécessairement utilisés pour financer des investissements dans la zone euro plutôt que dans le reste du monde. En outre, les données fiables ont, jusqu'à présent, fourni peu d'éléments confortant la reprise prévue de l'investissement, qui semblait s'appuyer sur l'incidence supposée du bas niveau des taux d'intérêt et sur un redressement des bénéfices, et pourrait également être déterminée par des valorisations élevées des actions entraînant un faible coût de remplacement du capital, conformément à un mécanisme de type  $q$  de Tobin. Il a également été mentionné que certains facteurs favorables sont moins pertinents pour les dépenses d'investissement des petites et moyennes entreprises (PME) qui n'ont pas d'accès aux marchés de capitaux et pourraient aussi être davantage affectées par les contraintes pesant sur le crédit bancaire.

Les membres ont procédé à des échanges de vues sur l'interaction entre les réformes structurelles et l'écart de production. D'un côté, il a été avancé qu'on pourrait s'attendre à ce que les réformes structurelles, en particulier celles portant sur le marché du travail, accentuent dans un premier temps l'écart de production, dans la mesure où elles augmenteraient la production potentielle sans un redressement correspondant du PIB en volume. D'un autre côté, il a été souligné que certaines réformes structurelles sur les marchés du travail et des biens et services avaient la capacité de générer des effets à court terme positifs sur la croissance effective, notamment dans le cas de la libéralisation de certains marchés. De même, les réformes rendant l'investissement plus attractif exerceraient tout d'abord un fort effet de demande avant que la formation de capital ne finisse par entraîner une augmentation effective de la production potentielle. En conséquence, on pourrait considérer qu'au lieu de réduire les pressions inflationnistes, les réformes structurelles les accentuent par le biais de leur incidence positive sur l'écart de production à court terme. Il a toutefois été reconnu qu'identifier les mesures susceptibles d'exercer effectivement cet impact positif n'était pas simple. Dans

certains cas, les effets positifs sur la production potentielle pourraient être très lents à se matérialiser, comme dans le cas des réformes de l'éducation. Cela plaiderait en faveur d'une urgence accrue de leur mise en œuvre. En tout cas, distinguer les évolutions potentielles et conjoncturelles de la production en temps réel est toujours délicat. Il a été fait référence à l'expérience des États-Unis, qui avait montré que ce qui avait été pris pour du chômage structurel s'était finalement avéré de nature conjoncturelle dès qu'il est apparu que la demande agrégée avait commencé à se renforcer. Un diagnostic indiquant que le chômage est principalement de nature structurelle ne doit donc pas nécessairement conduire à la conclusion que des politiques axées sur la demande ne sont pas nécessaires.

De plus, compte tenu de l'allongement de l'horizon de projection, porté à 2017, il a été souligné que le degré d'incertitude entourant les projections tend à s'accroître avec l'éloignement de l'horizon. L'incertitude n'est pas seulement liée aux hypothèses techniques, telles que celles relatives aux prix du pétrole et au taux de change, ainsi qu'à la croissance potentielle et à la politique monétaire d'autres zones monétaires, mais aussi à l'efficacité des mesures de politique monétaire qui ont été adoptées. Il a également été indiqué que les complexités techniques associées à l'intégration complète du programme étendu d'achats de titres dans les projections impliquaient très probablement que l'incertitude était plus forte que lors des précédents exercices de projection, notamment pour les dernières années de l'horizon de projection.

Globalement, les membres ont considéré que les risques entourant les perspectives économiques pour la zone euro restaient orientés à la baisse, même s'ils avaient diminué à la suite des décisions de politique monétaire prises récemment et du repli des cours du pétrole. Les risques à la baisse pesant sur la croissance ont été considérés comme découlant des risques géopolitiques et politiques tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone euro. La possibilité d'une croissance de l'investissement plus faible qu'attendu a également été considérée comme un risque à la baisse. De plus, il a été noté que la réalisation du scénario de référence dépendait d'un certain nombre d'hypothèses, parmi lesquelles la résorption de l'écart de production, une reprise de la croissance de l'investissement, le renforcement de la capacité des entreprises à fixer leurs prix et une répercussion importante de la baisse des prix du pétrole sur la consommation, qui peuvent toutes être considérées comme associées à des risques à la baisse. La question s'est posée de savoir si le vif rebond de l'économie, résultant aussi en partie des mesures de politique monétaire, était pleinement compatible avec les hypothèses sous-jacentes des marchés financiers, les anticipations d'une reprise prononcée de la croissance ne semblant pas cohérent avec le maintien prolongé du caractère très accommodant des taux d'intérêt et des conditions de la politique monétaire. Cela étant, on pouvait aussi faire valoir que, même si les hypothèses techniques intégraient un niveau stable du taux de change, la poursuite de son affaiblissement pouvait affecter d'autres variables comme la croissance des exportations et l'activité d'investissement.

Le risque de progrès insuffisants en matière de réformes structurelles a également été présenté comme un risque majeur à la baisse. Dans ce contexte, il a été avancé que la reprise attendue de la croissance pourrait réduire les incitations, pour les gouvernements, à poursuivre les réformes structurelles nécessaires, affectant de

ce fait défavorablement la croissance potentielle. Il a été noté que la reprise conjoncturelle ressortant des projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE n'autorisait aucun excès de confiance, compte tenu du faible niveau de la croissance potentielle et du niveau élevé du chômage structurel, comme l'a souligné M. Praet dans son introduction. Il a aussi été remarqué que l'importance des réformes structurelles pour la croissance à court terme ne devait pas être surestimée. Il a été avancé que la forte contraction de la production en 2008-2009 résultait principalement d'un choc de demande négatif de grande ampleur, qui avait été accentué par la faiblesse de la demande consécutive au désendettement. Néanmoins, les réformes structurelles, quoique politiquement difficiles à mettre en œuvre, étaient absolument nécessaires au regard des perspectives de croissance à moyen terme, notamment compte tenu des évolutions démographiques défavorables, qui imposaient des efforts compensatoires afin d'accroître la productivité totale des facteurs.

Au vu des décisions prises récemment par la Commission européenne dans le contexte du Pacte de stabilité et de croissance, il a été avancé que la possibilité d'effets à court terme sur la demande d'une orientation budgétaire plus restrictive devait être relativisée. À cet égard, il a également été remarqué que, si l'incidence directe sur la croissance à court terme d'une interprétation flexible du Pacte de stabilité et de croissance était probablement limitée, l'effet négatif à moyen et à long terme sur la crédibilité globale du cadre institutionnel de l'UEM risquait d'être important. Il a été noté qu'affaiblir la crédibilité du cadre budgétaire comportait aussi le risque d'une incidence négative sur l'efficacité du programme étendu d'achats d'actifs, l'incertitude accrue exerçant une incidence défavorable sur les anticipations et les primes de risque. Dans le même temps, il a été souligné que, d'un point de vue macroéconomique, il convenait d'être prudent dans les appels à une orientation trop restrictive de la politique budgétaire au stade actuel.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Il a été fait référence au résultat de l'inflation pour février, qui est supérieur aux niveaux projetés pour la première fois après une longue série de chiffres plus faibles qu'attendu, mais on a également constaté en même temps l'absence d'une véritable amélioration en termes nominaux. Sur la base des informations disponibles et des cours constatés des contrats à terme sur le pétrole, la hausse annuelle de l'IPCH devrait se maintenir à un niveau très bas ou négatif au cours des prochains mois. Plus tard en 2015, les taux d'inflation devraient commencer à augmenter à nouveau, soutenus notamment par l'incidence favorable des mesures récentes de politique monétaire sur la demande globale. Ce scénario ressort aussi, globalement, des projections de mars 2015 établies par les services de la BCE, présentées précédemment par M. Praet au cours de la réunion.

Au cours du débat relatif aux perspectives d'inflation, les membres ont fait état d'un certain nombre de réflexions et de problèmes. S'agissant du rebond relativement marqué des taux d'inflation à l'horizon de projection, il a été observé que cette évolution reflétait largement des effets de base liés à la forte baisse passée des prix du pétrole qui a été supposée ne pas être durable. Le rôle crucial joué par les facteurs externes, notamment les prix du pétrole et le taux de change, dans les évolutions de l'inflation sur l'horizon de

projection a été souligné, et leur effet devrait être temporaire. La contribution attendue des effets différés de taux de change de porter les taux d'inflation à des niveaux proches de 2 % en 2017 a notamment été mise en avant. Une certaine prudence a été exprimée quant au degré auquel le redressement des taux d'inflation devrait se maintenir en 2017 et au-delà de l'horizon de projection.

Il a été observé que des accords salariaux récents conclus dans un grand pays de la zone euro confirmaient que les effets de second tour découlant de la baisse passée des prix du pétrole seraient probablement restreints dans cet État membre et que l'éventuelle incidence globale sur les prix serait donc limitée. Par conséquent, la forte baisse passée des prix du pétrole n'a eu jusqu'à présent aucune incidence perceptible sur les négociations salariales dans un pays où les rigidités nominales ne limitaient pas l'ampleur de l'ajustement à la baisse des accords salariaux. Dans plusieurs autres pays, ces ajustements à la baisse pourraient être limités par des rigidités nominales, ce qui implique que les évolutions salariales ne reflèteraient pas totalement le recul passé des prix du pétrole. Certains commentaires ont également été formulés à propos du rôle essentiel joué dans les projections de mars 2015 par les évolutions des marges des entreprises pour ramener l'inflation en ligne avec l'objectif du Conseil des gouverneurs de maintenir les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les membres du Conseil ont procédé à des échanges de vues à propos des risques entourant les projections d'inflation. Il a été observé que l'inversion attendue de la tendance de l'inflation pourrait effectivement être le scénario le plus probable, mais qu'un certain nombre de facteurs nécessitaient un suivi attentif. Il s'agissait notamment de la tendance de l'inflation mondiale et de la possibilité que la baisse passée des prix du pétrole soit plus durable qu'actuellement envisagé. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement tous les facteurs pertinents, notamment la transmission de ses mesures de politique monétaire, les évolutions géopolitiques, les variations du taux de change et des prix de l'énergie.

Dans l'ensemble, les membres sont convenus de se garder de tout excès de confiance, même si les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE indiquaient que les taux d'inflation devraient se rapprocher de 2 % sur l'horizon de projection. Il a été souligné que, pour que le scénario de référence se concrétise, le programme étendu d'achats d'actifs devait avoir été mené à terme et soutenu par une communication appropriée. De plus, il était essentiel que les réformes structurelles fussent mises en œuvre de manière ambitieuse, pour partie en vue de soutenir des décisions du secteur privé favorables à l'innovation.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les données récentes confirmaient l'augmentation graduelle de la croissance sous-jacente de la monnaie au sens large et la poursuite du redressement progressif des prêts consentis aux SNF. En dépit d'une amélioration progressive, la dynamique des prêts aux SNF est demeurée atone. La croissance annuelle des prêts accordés aux ménages est ressortie en hausse à 0,9 % en janvier 2015. Les récentes mesures de politique monétaire devraient favoriser un accroissement plus rapide des flux de crédits.

Il a été avancé que l'évolution des données monétaires avait régulièrement fourni des informations modérément positives depuis plusieurs mois. Cela indique que l'incidence du train de mesures d'assouplissement du crédit adopté en 2014 commençait à se faire sentir et que l'on pouvait être rassuré quant à l'efficacité de ces mesures. La question a également été posée de savoir si la nouvelle expansion des actifs au bilan des IFM sans accroissement simultané de l'activité de prêts bancaires, associée notamment à une augmentation de la position extérieure nette des IFM, pouvait être interprétée comme un symptôme de positions spéculatives au sein du système bancaire, constituant peut-être en partie un effet secondaire des programmes de politique monétaire en place. Toutefois, il a été observé qu'une explication plus positive de ces évolutions pouvait être offerte, l'accroissement de la position extérieure nette des IFM reflétant des entrées de capitaux et la demande extérieure en actifs de la zone euro.

Un recoupement des résultats de l'analyse économique avec les signaux provenant de l'analyse monétaire a confirmé globalement le caractère approprié de l'accentuation de l'orientation accommodante de la politique monétaire apportée par les décisions prises le 22 janvier 2015. Toutes les mesures de politique monétaire adoptées, considérées ensemble, devraient conforter une nouvelle amélioration des flux de crédits, soutenir la reprise dans la zone euro et ramener les taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % après certain temps.

#### *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 d'importants effets positifs des décisions de politique monétaire prises le 22 janvier 2015, conjuguées au train de mesures décidées entre juin et septembre 2014, étaient déjà perceptibles, notamment un assouplissement des conditions sur les marchés financiers et un allègement du coût du financement externe pour le secteur privé. En outre, les données récentes concernant l'activité économique ont été légèrement positives et des signes d'inversion de la dynamique de l'inflation ont pu être observés, en particulier une stabilisation des mesures des anticipations d'inflation tirées des marchés. Ces éléments justifient un « optimisme prudent » quant au scénario d'une reprise graduelle et d'un retour des taux d'inflation à des niveaux plus proches de 2 %. Il a été rappelé que les projections macroéconomiques de mars 2015 établies par les services de la BCE étaient fondées sur une mise en œuvre intégrale de l'ensemble des mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs, y compris le programme étendu d'achats d'actifs portant sur des achats mensuels à hauteur de 60 milliards d'euros et ce jusqu'à 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 %. Les projections de mars 2015 ne doivent donc pas être interprétées comme suggérant que les dernières mesures de politique

monétaire sont moins indispensables. Au contraire, la mise en œuvre intégrale de ces dernières est primordiale pour l'accomplissement de la mission du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs évaluera constamment l'efficacité des mesures et examinera régulièrement les progrès accomplis vers la réalisation des objectifs, au fur et à mesure que les signes concrets s'accumuleront dans le temps.

L'impact favorable des dernières mesures sur les marchés financiers a de nouveau été soulignée, en particulier du point de vue de la courbe des taux et, dans une moindre mesure jusqu'à présent, des anticipations d'inflation. Cela confirme que les mesures sont en train d'agir comme on pouvait l'espérer, en anticipation des achats qui seront effectués dans le cadre du programme étendu d'achats d'actifs, posant ainsi les fondements d'un scénario favorable. Cela souligne également la nécessité de mettre pleinement en œuvre les mesures car sinon, le risque serait que l'incidence favorable sur les marchés s'inverse en partie. Par conséquent, il est primordial que le Conseil des gouverneurs reste ferme, et mette résolument en œuvre les mesures adoptées jusqu'à ce que les objectifs soient atteints, conformément à son engagement de maintenir cette politique aussi longtemps que nécessaire.

Dans le même temps, il existe plusieurs raisons d'être prudent s'agissant de la matérialisation de la projection de référence établie par les services de la BCE en mars et du calendrier attendu pour les mesures non conventionnelles, en particulier vers la fin de l'horizon. Le degré élevé d'incertitude entourant la transmission des mesures non conventionnelles et l'absence de précédents historiques ont été soulignés, également compte tenu du caractère limité et contrasté, jusqu'à présent, des données relatives à l'incidence des précédentes mesures non conventionnelles. En outre, d'autres domaines de la politique économique doivent apporter leur contribution à une reprise durable. Un consensus s'est exprimé sur le fait que, sur la base des informations disponibles, le train de mesures de politique monétaire prises depuis juin 2014, y compris le programme étendu d'achats d'actifs, était justifié et entièrement approprié pour atteindre progressivement les objectifs recherchés. Il n'est donc pas nécessaire d'envisager de nouvelles initiatives à ce stade ou de réexaminer les paramètres du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP) décidé le 22 janvier 2015. L'accent doit désormais porter sur la mise en œuvre déterminée de l'ensemble des mesures de politique monétaire adoptées au cours des derniers mois.

Un certain nombre de réflexions ont été émises sur l'ampleur et l'efficacité des programmes d'achats comme base pour le suivi de leur mise en œuvre à l'avenir.

De la prudence a été exprimée concernant certaines perceptions des marchés selon lesquelles le taux appliqué à la facilité de dépôt pourrait être ramené en deçà de -20 points de base. Il a été affirmé que ce niveau devait être considéré par le Conseil des gouverneurs comme la borne zéro effective.

S'agissant des paramètres du PSPP, il a été rappelé qu'il serait possible, à une occasion future, d'ajuster la limite d'émission initialement fixée à 25 %, compte tenu d'éventuelles possibilités de différenciation selon la

loi en vigueur dans les différentes juridictions en matière de minorité de blocage dans des clauses d'action collective.

Concernant le profil d'échéances envisagé pour les achats, il a été souligné que, pour préserver la neutralité du marché, il convenait de réaliser des achats dans les mêmes proportions sur l'ensemble de la courbe des taux. Toutefois, le comportement des détenteurs d'obligations sur différents segments de la courbe des taux peut varier de manière significative, ce dont il faut tenir compte. Un suivi étroit de l'incidence des achats sur les taux d'intérêt ainsi que sur les « habitats » où se placent les différents investisseurs le long de la courbe des taux est donc nécessaire.

S'agissant des achats effectués par des détenteurs non-résidents, on a fait remarquer que dans ce cas le canal de transmission de l'apport de liquidité supplémentaire ne fonctionnerait pas de la même manière qu'on le supposait habituellement pour les secteurs détenteurs nationaux, mais dépendrait de l'utilisation faite de la liquidité supplémentaire injectée. Dans tous les cas, on peut s'attendre à un stimulus, soit par le biais d'un rééquilibrage des portefeuilles au profit d'autres actifs de la zone euro, soit *via* le canal du taux de change.

D'une manière plus générale, l'attention a été attirée sur la nécessité de suivre étroitement les modifications du fonctionnement des marchés financiers dans les années à venir, dans un contexte d'évolution des structures financières influencées par les politiques non conventionnelles, à une configuration inhabituelle des rendements et à l'évolution de l'appétence pour le risque, conjointement aux réformes réglementaires. Il est important de comprendre ces évolutions du point de vue de la stabilité financière, mais cela a également été considéré comme essentiel pour évaluer les mécanismes de transmission d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix.

Dans l'ensemble, il a été largement admis que les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs en janvier 2015 avaient fourni une importante relance supplémentaire et qu'on avait ainsi déployé pratiquement toute la panoplie d'instruments à la disposition de la politique monétaire pour soutenir la reprise économique et remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix. Afin de compléter les mesures prises par la BCE, des mesures déterminées sont nécessaires dans d'autres domaines de la politique économique. Il est donc justifié d'adresser aux gouvernements un message fort afin qu'ils saisissent l'opportunité d'insuffler un nouvel élan de réformes structurelles pour stimuler la croissance potentielle. À cet égard, de plus grands efforts ont également été jugés nécessaires au niveau européen pour expliquer clairement que les mesures structurelles ciblées sur l'offre avaient pour objet d'accroître la productivité, la compétitivité et l'emploi, et donc le bien-être à plus long terme, même si on ne pouvait exclure d'éventuelles incidences négatives à court terme sur la demande.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres ont souligné que leur pleine cohérence avec le Pacte de stabilité et de croissance était essentielle pour la confiance dans le cadre budgétaire européen. Bien qu'il ait été rappelé que le Conseil des gouverneurs ne devrait pas interférer avec l'application des règles budgétaires au



cas par cas, dont la surveillance est une prérogative de la Commission européenne, des craintes ont été exprimées quant à la tendance des récentes décisions à autoriser une plus grande latitude dans la mise en œuvre des dispositions juridiques et à être plus flexibles. Les doutes concernant la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance ont été considérés comme un facteur d'accentuation de l'incertitude et comme un risque d'affaiblissement à terme de la crédibilité du cadre budgétaire. Le sentiment s'est imposé que les dommages durables pour la confiance d'un affaiblissement de l'approche fondée sur des règles étaient largement supérieurs aux gains plutôt limités à court terme que pouvaient éventuellement entraîner un soutien de l'activité grâce à un assouplissement de l'orientation budgétaire globale, par opposition à une mise en œuvre intégrale et cohérente des règles, aujourd'hui et à l'avenir. Toutefois, l'opinion a également été émise que les récentes décisions de la Commission européenne pouvaient se justifier, d'un point de vue macroéconomique, et qu'elles étaient effectivement conformes à l'orientation budgétaire globalement neutre figurant dans les projections. Dans l'ensemble, il a été largement admis que le Conseil des gouverneurs devrait adresser un message ferme sur la nécessité d'une mise en œuvre intégrale et cohérente des règles budgétaires.

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

Tenant compte de ce qui précède, et sur proposition du Président, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,05 %, 0,30 % et - 0,20 %.

En ce qui concerne le PSPP, le Conseil des gouverneurs a adopté la décision de la BCE relative à un programme d'achats d'actifs du secteur public sur les marchés secondaires, établissant le PSPP et ses critères d'éligibilité (BCE/2015/10).

S'agissant des questions de mise en œuvre du PSPP, le Conseil des gouverneurs a également arrêté la liste initiale des agences éligibles établies dans la zone euro, qui s'appliquera à compter du 5 mars 2015. Cette liste initiale d'entités éligibles pourra être modifiée à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs du 15 avril 2015, en fonction des considérations de politique monétaire et en prenant dûment en compte la gestion des risques. Le Conseil des gouverneurs a en outre dressé la liste des organisations internationales et banques multilatérales de développement éligibles établies dans la zone euro. Ces deux listes figureront dans le communiqué relatif aux « Modalités de mise en œuvre du programme d'achats de titres du secteur public » publié par la BCE sur son site Internet.

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/is150305.fr.html>

Communiqués de presse et publications sur Internet.

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150305.fr.html>

<http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/pspp.en.html>

### **Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 4 et 5 mars 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. Makúch	
M. Mersch	
M. Nowotny	
M. Noyer	
M. Praet	
M. Rimšēvičs	
M. Stournaras *	
M. Vasiliauskas *	
M. Visco *	
M. Weidmann	

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

#### **Autres participants :**

M. Van der Haegen	Secrétaire, Directeur général Secrétariat
M. Winkler	Secrétaire adjoint pour la politique monétaire, Conseiller de haut niveau, Direction générale Questions économiques

#### **Personnes accompagnantes**

M. Ayuso  
 M. Bitāns  
 M<sup>me</sup> Buch  
 M. Gaiotti  
 M. Gauci  
 M. Gerlach  
 M. Hakkarainen  
 M. Kaasik  
 M. Kuodis  
 M<sup>me</sup> Le Lorier  
 M. Malo de Molina  
 M. Mooslechner  
 M. Ramalho  
 M. Schoder  
 M. Smets  
 M. Stavrou  
 M. Swank  
 M. Tavlas  
 M. Tóth  
 M. Tratnik

Suppléant de M. Linde

Suppléant de M. Reinesch

**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. Klöckers	Directeur général adjoint, Direction générale Questions économiques
M. Rostagno	Directeur Politique monétaire, Direction générale Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 21 mai 2015.