



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

4 avril 2019

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 6 et le jeudi 7 mars 2019

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés obligataires, la baisse des rendements des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro observée entre début octobre 2018 et mi-février 2019 s'est légèrement inversée récemment. En dépit du récent redressement, les rendements demeurent comprimés par rapport aux niveaux observés début octobre 2018.

M. Cœuré a rappelé que le principal déterminant de la diminution des rendements au cours des derniers mois a été une baisse de la composante inflation, comme le reflètent les révisions des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché. La baisse prononcée des taux des *swaps* indexés sur l'inflation observée au quatrième trimestre 2018 pour toutes les échéances a probablement été liée, au moins en partie, au net recul des prix du pétrole intervenu parallèlement. Toutefois, depuis fin décembre 2018, les prix du pétrole ont augmenté de plus de 25 %, tant en dollars qu'en euros, mais les anticipations d'inflation à moyen terme pour la zone euro et pour les États-Unis semblent avoir réagi différemment. Aux États-Unis, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté de 20 points de base environ depuis début janvier 2019. En revanche, le taux du *swap* équivalent pour la zone euro a continué de baisser jusqu'à la semaine dernière.

Comme indiqué à plusieurs reprises, l'importance des ajustements des primes de risque ces derniers mois a impliqué une certaine prudence lors de l'interprétation des anticipations relatives à la politique monétaire calculées purement à partir des prix de marché. Pour la zone euro, la dernière courbe anticipée des taux OIS à un mois a indiqué que les anticipations relatives à la politique monétaire dans la zone euro sont restées globalement stables depuis mi-janvier 2019. Les anticipations tirées d'enquêtes relatives à un premier relèvement du taux de la facilité de dépôt ont toutefois continué d'être encore reportées dans le temps.

Aux États-Unis, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux s'est déplacée vers le haut ces derniers jours et a retrouvé les niveaux observés durant la seconde quinzaine de janvier 2019. Les enquêtes sont parfois légèrement revenues sur leurs prévisions, mais principalement en termes de calendrier, et font toujours ressortir des anticipations d'une nouvelle hausse des taux en 2019.

S'agissant des marchés boursiers, les actifs risqués ont continué de connaître un rebond. Le S&P 500 et l'Euro Stoxx ont gagné 6 % environ depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier et ont augmenté de quelque 11 % entre le début de l'année et aujourd'hui. Au total, les marchés boursiers ont à présent presque totalement effacé les fortes pertes observées au quatrième trimestre 2018. Toutefois, au moins dans la zone euro, les hausses des prix des actions n'ont pas reflété une amélioration des

perspectives de bénéfices. Les cours boursiers plus élevés ont plutôt traduit principalement une baisse de la prime de risque sur actions. Les marchés émergents ont également bénéficié de l'amélioration du sentiment à l'égard du risque. L'indice *MSCI Emerging Markets* a déjà dépassé son niveau d'avant octobre 2018 et les entrées de capitaux sur les marchés émergents se sont de nouveau accélérées.

Les *spreads* de crédit ont eux aussi continué de se réduire sur fond d'amélioration du sentiment à l'égard du risque. Les *spreads* sur le segment à haut rendement dans la zone euro ont baissé de près de 80 points de base depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 12 et 13 décembre 2018. Les *spreads* sur le segment bien noté (*investment-grade*) ont également diminué, tant aux États-Unis que dans la zone euro. De même, les écarts de rendement entre la plupart des obligations souveraines de la zone euro et les emprunts publics allemands équivalents ont diminué depuis le début de l'année.

Les volumes des émissions d'obligations d'entreprises en Europe ont également été importants. La prime que les entreprises ont dû payer pour émettre de nouvelles obligations a sensiblement diminué ces dernières semaines, ce qui laisse penser que la fin des achats nets dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) n'a pas eu d'impact significatif sur le marché des obligations d'entreprises.

Sur le marché des changes, le taux de change de l'euro est resté relativement stable vis-à-vis du dollar et il a continué de s'échanger à un taux proche du taux de 1,13-1,14 dollar pour un euro observé depuis début octobre 2018. L'euro et le dollar se sont fortement dépréciés vis-à-vis de la livre sterling ces dernières semaines, ce qui a probablement reflété le fait que les marchés financiers estiment que les risques d'un Brexit « sans accord » ont diminué récemment.

Enfin, M. Cœuré a évoqué les évolutions de la structure par terme de l'Euribor, qui a connu une hausse graduelle et durable des taux, notamment sur les horizons à plus long terme et qui est devenue largement déconnectée des variations des anticipations relatives à la politique monétaire.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, la dynamique de la croissance mondiale et des échanges commerciaux s'est encore ralentie. La production composite mondiale a de nouveau baissé en janvier, indiquant un nouveau ralentissement de la dynamique de la croissance mondiale. La faiblesse a essentiellement concerné le secteur manufacturier, tandis que les services ont continué de faire preuve de beaucoup plus de résistance. Le commerce mondial s'est fortement ralenti vers la fin de l'année.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est ralentie, revenant à 2,1 % en janvier contre 2,4 % en décembre, principalement sous l'effet de la modération des prix de l'énergie. Hors produits

alimentaires et énergie, l'inflation est restée globalement inchangée à 2,2 %, laissant penser que les tensions inflationnistes sous-jacentes sont restées modérées.

Après une période de stabilité, les prix du *Brent* ont augmenté mi-février, pour s'établir finalement 6 % au-dessus du niveau observé au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier. Le taux de change de l'euro s'est légèrement déprécié vis-à-vis du dollar depuis la réunion de janvier, en termes bilatéraux (- 0,2 %) comme en termes effectifs nominaux (- 0,5 %).

S'agissant de la zone euro, les dernières informations disponibles font état de la poursuite d'une croissance modérée. Les indicateurs relatifs au secteur manufacturier ont encore fléchi, tandis que ceux liés aux services ont montré des signes de stabilisation. Selon la deuxième estimation d'Eurostat, la croissance du PIB en volume dans la zone euro est ressortie à 0,2 % au quatrième trimestre 2018. S'agissant de la composition de la croissance au quatrième trimestre 2018, la demande intérieure et les exportations nettes ont apporté des contributions positives, tandis que les stocks ont contribué négativement.

En ce qui concerne les composantes du PIB, la consommation privée a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2018, après 0,1 % au troisième trimestre. La faiblesse de la croissance de la consommation au cours des derniers trimestres a été largement imputable aux biens non durables, qui sont la composante de la dépense des ménages la plus sensible aux variations des prix de l'énergie. La formation brute de capital fixe a augmenté de 0,6 % au quatrième trimestre 2018, sans changement par rapport au trimestre précédent. Dans les mois à venir, la dynamique de croissance de l'investissement devrait rester modérée, en phase avec le ralentissement de la demande étrangère et intérieure.

Les données devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire de janvier font apparaître une poursuite de la croissance solide de l'emploi au quatrième trimestre 2018, à 0,3 %. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi a continué d'indiquer une expansion, mais a encore fléchi pour la plupart des pays et des secteurs.

La croissance des échanges de biens de la zone euro a continué de se modérer en rythme annuel au dernier trimestre 2018, essentiellement en raison des échanges intra-zone euro. La croissance des exportations de biens hors zone euro est également restée modérée, reflétant notamment la contraction des exportations vers la Turquie et le Royaume-Uni, tandis que la croissance des exportations vers la Chine et les États-Unis a également fléchi.

Ces évolutions se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE, qui tablent sur une hausse du PIB en volume de 1,1 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,5 % en 2021. La croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse de 0,6 point de pourcentage en 2019 et de 0,1 point de pourcentage en 2020, reflétant une incidence négative plus durable de facteurs spécifiques dans certains pays et des incertitudes accrues au niveau mondial. Les projections pour 2021 sont restées globalement inchangées.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro a atteint 1,5 % en février, après 1,4 % en janvier, tandis que hors produits alimentaires et énergie, la hausse s'est légèrement ralentie, ressortant à 1,0 % contre 1,1 % en janvier. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'afficher un profil d'évolution relativement stable. Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont accrues mais doivent encore se traduire par une accélération de l'inflation sous-jacente.

Les données disponibles vont dans le sens d'une accumulation des tensions sur les salaires, qui devrait contribuer à l'ajustement à la hausse de l'inflation sous-jacente. La croissance annuelle des salaires négociés a atteint 2,2 % au quatrième trimestre 2018, après 2,1 % au troisième trimestre, et la rémunération par tête globale a augmenté de 2,2 % au quatrième trimestre 2018.

Selon les projections établies par les services de la BCE, l'inflation mesurée par l'IPCH devrait se ralentir jusqu'au quatrième trimestre 2019, puis se raffermir sur le reste de l'horizon de projection, pour atteindre 1,6 % en 2021. Ce profil d'évolution « en V » reflète, premièrement, une baisse significative de la composante énergie de l'IPCH liée au net recul récent des cours du pétrole et aux effets de base baissiers résultant de leur augmentation antérieure en 2018 et, deuxièmement, une hausse progressive de l'inflation sous-jacente, favorisée par une accentuation des contraintes d'offre et des tensions sur les marchés du travail.

Dans les projections de mars 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été significativement révisées à la baisse, de 0,3 point de pourcentage en 2019 et de 0,2 point de pourcentage en 2020 et 2021. Hors produits alimentaires et énergie, l'IPCH a été révisé à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour chacune des années de l'horizon de projection.

Les anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, telles que tirées des taux anticipés à cinq ans du *swap* indexé sur l'inflation dans cinq ans, sont revenues à 1,5 % contre 1,7 % un an auparavant. Dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), les anticipations d'inflation à plus long terme, à un horizon de cinq ans, sont ressorties à 1,8 % au premier trimestre 2019.

Les conditions financières se sont assouplies. Cette évolution reflète les anticipations des marchés concernant la politique monétaire future et une certaine atténuation des tensions commerciales. L'impact de ces facteurs sur les conditions financières a plus que compensé celui de la dégradation des perspectives macroéconomiques intégrée dans les prix par les marchés financiers. Les cours des actions ont augmenté, malgré une détérioration des anticipations de bénéfices, tandis que les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont resserrés. La date anticipée par les marchés pour le relèvement des taux directeurs est restée globalement inchangée. Les conditions du crédit sont restées accommodantes.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a continué d'osciller autour des taux observés depuis début 2018, fléchissant à 3,8 % en janvier 2019, après 4,1 % en décembre 2018. La création monétaire a continué d'être soutenue par les crédits au secteur privé. Dans le même temps, la croissance des prêts s'est ralentie en janvier, en hausse de 3,0 %

par rapport à un an auparavant. Cette récente décélération reflète les évolutions des prêts aux sociétés non financières (SNF), pour partie dues à des effets de base, tandis que les prêts aux ménages se sont récemment stabilisés. La rentabilité des banques est restée faible et les banques ont fait face à une légère augmentation du coût du financement de marché. Dans le même temps, les inquiétudes des marchés relatives aux tensions sur les coûts de financement des banques en raison de la prochaine réduction des TLTRO-II se sont accrues.

S'agissant de la politique budgétaire, le ratio de déficit de la zone euro devrait se détériorer sur la période 2019-2021, principalement en raison d'un assouplissement de l'orientation budgétaire.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a observé que depuis la réunion de politique monétaire de janvier, les conditions financières se sont assouplies, principalement en raison d'une réévaluation des politiques monétaires au niveau mondial et d'une atténuation des tensions commerciales. De plus, les conditions du crédit pour les ménages et les entreprises sont demeurées accommodantes.

Les données disponibles sont restées défavorables, en particulier dans le secteur manufacturier. Les perspectives de croissance ressortant des projections de mars 2019 établies par les services de la BCE ont été révisées à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020. L'expansion de la zone euro devrait rester soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires ainsi que la poursuite, à un rythme un peu plus lent cependant, de l'expansion de l'activité mondiale. Dans le même temps, la persistance des incertitudes pèse sur les perspectives de croissance.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées faibles. Les tensions d'origine interne sur les coûts, en particulier les salaires, se sont renforcées, mais doivent encore se traduire par une accélération de l'inflation sous-jacente. Les projections de mars 2019 établies par les services de la BCE comportent une importante révision à la baisse de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente (*core inflation*) sur l'horizon de projection, la dynamique économique plus faible ralentissant l'ajustement de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont diminué ces derniers mois.

Dans ce contexte, afin d'assurer que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, M. Praet a proposé : a) d'ajuster le volet calendrier de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE pour indiquer que le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux « resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire », le recalibrage du volet calendrier de la *forward guidance* signalant la détermination du Conseil des gouverneurs à apporter le soutien monétaire nécessaire en vue d'une convergence durable de l'inflation ; b) de réaffirmer les indications du Conseil des gouverneurs sur les réinvestissements ; et c) de lancer une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long

terme ciblées (TLTRO-III), commençant en septembre 2019 et se terminant en mars 2021, chacune d'une échéance de deux ans. Les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % du stock de prêts éligibles au 28 février 2019 à un taux indexé sur le taux des opérations principales de refinancement de la BCE pour toute la durée de chaque TLTRO. Ces nouvelles opérations contribueront à préserver des conditions de prêts bancaires favorables et une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Les conditions précises des opérations seront communiquées prochainement. Enfin, les opérations de prêt de la BCE continueront d'être effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire, et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021.

S'agissant de la communication externe, le Conseil des gouverneurs devait : a) souligner que la détérioration des données économiques suggère un net ralentissement du rythme de l'expansion économique qui se poursuivra sur l'année en cours ; b) insister sur le fait que l'essoufflement de la dynamique économique ralentit l'ajustement de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs ; c) ajuster la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE, c'est-à-dire que le Conseil des gouverneurs prévoit qu'ils « resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire », tout en réaffirmant les indications sur les réinvestissements ; d) annoncer une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III), commençant en septembre 2019 et se terminant en mars 2021 et souligner que les nouvelles TLTRO contribueront à préserver les conditions de prêts bancaires favorables et une transmission harmonieuse de la politique monétaire ; e) annoncer la prolongation des procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, pour les opérations de prêt de la BCE aussi longtemps que nécessaire, et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021 ; f) expliquer que ces décisions favoriseront une consolidation des tensions domestiques sur les prix et les évolutions de l'inflation totale à moyen terme ; g) indiquer que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés négativement en raison de la persistance d'incertitudes géopolitiques ; h) souligner qu'un soutien monétaire significatif demeure essentiel pour une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, et qu'il continuera d'être apporté par la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE, dont l'action sera renforcée par les réinvestissements du volume considérable de titres acquis et par la nouvelle série de TLTRO ; et i) réaffirmer que, en tout état de cause, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer une convergence durable de l'inflation.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation des perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données et résultats d'enquêtes publiés récemment sont restés défavorables, en particulier dans le secteur manufacturier, reflétant le ralentissement de la demande extérieure accentué par des facteurs spécifiques à certains pays et secteurs. Même si des signes indiquent que certains de ces facteurs domestiques freinant la croissance commencent à s'estomper, la détérioration des données économiques suggère un net ralentissement du rythme de l'expansion économique qui devrait se poursuivre sur l'année en cours, la persistance des incertitudes semblant peser sur le climat économique et les perspectives de croissance. Ce scénario ressort globalement des projections de mars 2019 réalisées par les services de la BCE, dans lesquelles les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la baisse, sensiblement pour 2019 et légèrement pour 2020, par rapport aux projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note du nouveau ralentissement de la dynamique de la croissance mondiale et des échanges commerciaux. En particulier, ils ont exprimé des inquiétudes relatives à l'effet potentiel du protectionnisme commercial sur les perspectives de l'économie mondiale et au risque persistant d'intensification des conflits commerciaux. Au cours de la discussion, plusieurs facteurs ont été cités, notamment l'impact des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, la menace d'un conflit commercial entre l'Union européenne et les États-Unis, et les risques entourant un retrait désordonné du Royaume-Uni de l'Union européenne. L'attention a également été attirée sur le ralentissement de la croissance en Chine et sur les évolutions de l'économie américaine, qui devrait se ralentir en raison de la dissipation de l'effet du train de mesures budgétaires. Dans ce contexte, les risques relatifs à l'environnement extérieur ont été évalués comme orientés négativement, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les données récentes continuaient d'être plus faibles que prévu. Il a été noté que l'acquis de croissance négatif lié au ralentissement de la croissance au second semestre 2018 impliquait une projection de croissance moins élevée en 2019. Les indicateurs économiques récents ont également été décevants, les enquêtes et les données publiées dernièrement confirmant la nécessité de réviser à la baisse les perspectives de croissance à court terme, comme le reflètent en partie les projections de mars établies par les services de la BCE. Les risques négatifs pesant sur la croissance qui avaient été identifiés lors de discussions précédentes se sont ainsi matérialisés dans une certaine mesure. La faiblesse de la croissance a été jugée plus durable qu'anticipé précédemment, ce qui implique que la croissance devrait désormais être inférieure à son potentiel pendant plusieurs trimestres.

Les membres du Conseil ont considéré que les révisions à la baisse des projections de croissance de mars établies par les services de la BCE étaient justifiées et ils ont exprimé leur confiance dans le scénario de référence comme scénario central. Dans ce contexte, il a été observé que les perspectives de croissance

actualisées pour la zone euro qui viennent d'être publiées par l'OCDE dans son *évaluation économique intermédiaire*, bien que légèrement plus faibles que les projections réalisées par les services de la BCE – soit 1,0 % pour 2019 et 1,2 % pour 2020 – intégraient également une nette révision à la baisse de la croissance dans la zone euro.

Les membres du Conseil ont reconnu que, si le scénario de référence le plus probable était celui d'une « phase de morosité » plus prolongée suivie du retour d'une croissance plus robuste, l'incertitude demeurerait élevée et l'on ne savait pas quelle serait la persistance de la phase de morosité actuelle. Il a été noté que, tandis que certains indicateurs faisaient état au premier et au deuxième trimestres de cette année de taux de croissance inférieurs aux projections de mars 2019 établies par les services de la BCE, des facteurs positifs devaient être pris en compte, notamment ceux liés à l'impact des mesures budgétaires et la disparition de facteurs temporaires spécifiques à certains pays et certains secteurs, en particulier dans l'industrie automobile allemande. En outre, il a été rappelé qu'au-delà du court terme, un certain nombre de facteurs continuent de soutenir l'expansion économique dans la zone euro, notamment des conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et une accélération de la hausse des salaires, ainsi que la poursuite, à un rythme toutefois plus modéré, de l'expansion de l'activité mondiale. Il a aussi été souligné que la dynamique de croissance, quoique plus faible, demeurerait positive. Ni la zone euro ni l'économie mondiale ne sont actuellement en récession et la probabilité d'une récession reste relativement faible.

Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques orientés négativement continuaient de peser sur les perspectives de croissance malgré les révisions à la baisse intégrées aux projections de mars. Il a été souligné que les révisions apportées aux projections de croissance portaient essentiellement sur le court terme et qu'un rebond de l'activité était attendu au second semestre, reflétant la dissipation de facteurs temporaires, une amélioration du commerce extérieur et un apaisement des conflits commerciaux. Après les révisions à la baisse de la croissance au premier semestre, la croissance devrait renouer avec son potentiel, avec des taux trimestriels proches de 0,4 % sur l'ensemble de l'horizon de projection, ce qui pourrait être considéré comme optimiste. Il a été souligné que les projections de croissance ont été révisées à la baisse dans un certain nombre d'exercices de projection successifs et que la croissance pourrait ne pas revenir à la moyenne, comme le prévoient généralement les projections. Une remarque a été formulée selon laquelle certains facteurs à l'origine du ralentissement, comme les évolutions en Chine, ne devraient pas disparaître en quelques mois. L'incertitude pourrait également persister davantage que prévu et des inquiétudes ont été exprimées sur des conséquences défavorables plus marquées à l'avenir, en particulier pour l'investissement, si le niveau d'incertitude actuellement élevé persistait.

S'agissant de la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, ils ont été généralement évalués comme restant orientés du côté négatif en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les marchés émergents. Bien que l'on ait pu penser que les risques pesant sur la croissance étaient à présent un peu plus équilibrés, après la révision à la baisse des projections établies par les services de la BCE, il a été considéré dans l'ensemble que les facteurs de risques mondiaux, qui étaient essentiellement orientés négativement,

étaient susceptibles de continuer d'affecter négativement la confiance et l'activité mondiale, avec des retombées sur l'activité dans la zone euro.

Dans un échange de vues relatif aux perspectives de la politique budgétaire, les membres du Conseil ont rappelé la nécessité de reconstituer des réserves budgétaires dans les pays où la dette publique est élevée. Dans le même temps, il a été affirmé que, conformément aux recommandations spécifiques à chaque pays formulées par la Commission européenne, les juridictions disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devaient se tenir prêtes à l'utiliser, compte tenu des risques à la baisse pesant sur la croissance. L'orientation budgétaire légèrement expansionniste et le fonctionnement des stabilisateurs automatiques apportent un certain soutien à l'activité économique.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se maintenir autour des niveaux actuels avant de diminuer vers la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. En ce qui concerne l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait augmenter à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires. Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections de mars, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH passant de 1,2 % en 2019 à 1,5 % en 2020 et à 1,6 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, traduisant notamment les perspectives plus modérées de la croissance à court terme.

Les membres du Conseil ont pris note des répercussions sur les perspectives d'inflation à moyen terme des révisions à la baisse des perspectives de croissance et ont généralement reconnu que l'essoufflement de la dynamique économique dans les projections de mars impliquait un ajustement plus lent de l'inflation sur l'objectif de stabilité des prix de la BCE. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, devait encore se redresser sur l'horizon de projection, mais avait également été révisée à la baisse par rapport aux projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème. Les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans l'orientation à la hausse de la dynamique de l'inflation, bien que sa trajectoire attendue soit plus plate qu'anticipé précédemment, de sorte que sa convergence devrait prendre plus longtemps que l'on ne s'y attendait précédemment. Selon les prévisions actuelles, l'inflation totale ne devrait atteindre 1,6 % qu'en 2021, à la fin de l'horizon de projection.

Les membres du Conseil ont considéré que les évolutions récentes de la croissance des salaires ont continué d'apporter un soutien positif aux perspectives de l'inflation sous-jacente. Bien que la rémunération par tête dans la zone euro ait été légèrement révisée à la baisse dans les projections, les coûts nominaux de main-d'œuvre devraient se renforcer, soutenus par la croissance des salaires négociés, qui s'est établie à 2,2 % en décembre 2018.

La transmission de l'augmentation des salaires à la hausse des prix à la consommation a été considérée comme demeurant fondamentale pour les perspectives d'inflation à moyen terme, l'accélération de la croissance des salaires n'ayant pas été transmise à la hausse des prix car les entreprises l'ont absorbée en réduisant leurs marges bénéficiaires. Toutefois, les marges ne pouvant être réduites indéfiniment, une certaine confiance a été exprimée dans le fait que les tensions sur les salaires se répercuteront finalement sur l'inflation sous-jacente. Dans le même temps, il a été souligné qu'une plus faible hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre était désormais anticipée et que l'augmentation projetée des marges bénéficiaires reposait sur le rebond effectif de l'activité économique. Plus généralement, il a été rappelé que la transmission à la hausse des prix à la consommation était soumise à des décalages temporels et il a été noté que le ralentissement de l'activité économique pourrait peser sur la répercussion des salaires sur les prix. De plus, le mécanisme par lequel la hausse des coûts salariaux était transmise aux prix pourrait avoir structurellement changé ces dernières années, comme cela semble être le cas aux États-Unis et en Europe.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté qu'elles avaient encore diminué depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier 2019. Les anticipations d'inflation fondées sur les marchés, telles que mesurées par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, s'établissent actuellement à 1,5 %. Les anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes ont également été révisées à la baisse, s'inscrivant à 1,8 % dans l'EPP pour le premier trimestre 2019. Par conséquent, l'écart entre les mesures tirées d'enquêtes et les mesures extraites des instruments de marché s'est légèrement creusé. Certaines inquiétudes ont été exprimées au sujet de la trajectoire des anticipations d'inflation à plus long terme, mais le risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation a été jugé très faible.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. M3 a continué d'osciller autour des taux de croissance observés depuis début 2018. Les concours au secteur privé sont restés la principale source de création monétaire du point de vue des contreparties, mais la moindre contribution du programme d'achats d'actifs (APP) a été remplacée récemment par les flux monétaires extérieurs et par les créances sur les administrations publiques. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a diminué, s'établissant à 3,3 % en janvier 2019, contre 3,9 % en décembre 2018, reflétant un effet de base mais aussi, dans certains pays, la réaction décalée caractéristique au ralentissement de l'activité économique, tandis que la croissance des prêts aux ménages est restée inchangée.

Il a été souligné que les conditions de distribution du crédit bancaire restaient dans l'ensemble très favorables, même si la dernière enquête disponible sur la distribution du crédit bancaire fait état de la perspective d'un durcissement à venir. Les conditions de financement des banques sont devenues légèrement moins avantageuses, bien que les banques soient en partie protégées contre des conditions moins favorables sur les marchés obligataires en raison de la part accrue des dépôts dans leurs structures de financement. Des inquiétudes ont été formulées à propos des effets des taux durablement bas qui pourraient avec le temps affaiblir les marges d'intérêt et la rentabilité des banques et avoir des conséquences négatives pour l'intermédiation bancaire et la stabilité financière à long terme. Il a été rappelé que les conséquences de taux

d'intérêt bas sont différentes selon les maturités et selon les banques, en fonction de leurs modèles économiques et de la structure de leurs actifs et de leurs passifs.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les conditions financières de la zone euro se sont assouplies, en raison notamment de la réévaluation par les marchés de la politique monétaire mondiale, et demeurent, dans l'ensemble, très avantageuses. Les conditions d'emprunt restent favorables pour les entreprises et les ménages, les mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 continuant de soutenir l'accès au financement. Si l'orientation de la politique monétaire a été jugée très accommodante, notamment en raison du stock considérable d'actifs figurant au bilan de la BCE, les révisions à la baisse de la croissance et de l'inflation sur l'horizon de prévision figurant dans les projections de mars ont toutefois été importantes et supérieures aux prévisions des intervenants de marché, ce qui mérite d'être pris en considération. Dans le même temps, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans le fait que les conditions d'un rebond de l'activité et de l'inflation sont toujours présentes pour soutenir une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont prononcés largement en faveur de la série de mesures proposée par M. Praet. La proposition d'extension du volet « calendrier » de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs a généralement été jugée comme étayant le soutien monétaire nécessaire à la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il a été fait référence à la publication de la révision à la baisse des projections qui devrait, dans tous les cas, à elle seule, provoquer un nouveau report de la date attendue du premier relèvement de taux, en ligne avec les éléments de *forward guidance* relatifs à la situation économique. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs réagirait à la baisse anticipée des prévisions d'inflation en se fondant sur les données afin d'apporter un soutien supplémentaire dans une situation caractérisée par divers risques. Une question a été posée à propos de la fréquence à laquelle les indications prospectives devraient être ajustées en réaction à de nouvelles données. Au total, porter le volet « calendrier » à un niveau plus conforme aux anticipations par les marchés d'un premier relèvement des taux plus tardif a été largement vu comme reflétant de façon appropriée l'évaluation des perspectives d'inflation du Conseil des gouverneurs.

Plusieurs membres du Conseil ont exprimé leur préférence *a priori* pour l'extension de la *forward guidance* jusqu'à la fin du premier trimestre 2020, tout en indiquant être disposés à se rallier au consensus qui se dégagerait sur la proposition de M. Praet, la série de mesures étant jugée parfaitement équilibrée. Décaler la *forward guidance* de décembre 2019 à mars 2020 fournirait un soutien supplémentaire et serait davantage en phase avec la valorisation par les marchés d'un premier relèvement des taux, par rapport aux anticipations tirées d'enquêtes. Il a été affirmé qu'un signal clair d'assouplissement serait important au vu des révisions à la baisse significatives des projections des services de la BCE.

D'autres membres préféreraient étendre la *forward guidance* jusque fin 2019, considérant que cela est plus cohérent avec le scénario de référence sous-tendant les projections qui prévoient un rebond de l'économie au second semestre 2019. Une certaine prudence a été exprimée quant au fait de s'engager sur un horizon plus long recouvrant une partie de l'année suivante, dans un contexte d'incertitude élevée dans lequel les données disponibles pourraient évoluer de façon très différente. Compte tenu du niveau d'incertitude actuellement élevé, une approche progressive fondée sur les données a été jugée plus adéquate, même s'il a également été avancé que le Conseil des gouverneurs devrait éviter de donner l'impression que la politique monétaire serait prédéterminée jusqu'à la fin de l'année. Le besoin d'analyser davantage les effets des diverses mesures non conventionnelles sur l'intermédiation financière a été mentionné.

Au total, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait de prolonger les indications prospectives jusqu'à fin 2019 dans le cadre de la série de mesures de politique monétaire, comme l'a proposé M. Praet. Le recalibrage du volet calendrier de la *forward guidance* signalera la détermination du Conseil des gouverneurs à apporter le soutien monétaire nécessaire à une convergence durable de l'inflation. Dans le même temps, cela n'empêchera pas le Conseil des gouverneurs de réajuster sa politique monétaire, si nécessaire, lors d'une de ses réunions à venir, si les perspectives devenaient moins favorables que prévu. De plus, les éléments de la *forward guidance* relatifs à la situation économique impliquent automatiquement une modification des anticipations de taux si les conditions économiques d'un relèvement de taux ne sont pas encore en place. Les membres du Conseil ont exprimé leur satisfaction que les éléments dépendant de la situation qui figurent dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs fonctionnent bien, associés aux indications prospectives définies en fonction du calendrier.

Les membres du Conseil se sont également prononcés largement en faveur de la proposition de M. Praet de lancer, entre septembre 2019 et mars 2021, une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations – TLTRO-III*), chacune d'une échéance de deux ans. Ces nouvelles opérations contribueront à garantir que les conditions d'octroi des crédits bancaires demeurent favorables et soutiendront la transmission harmonieuse de la politique monétaire par le biais du secteur bancaire. Compte tenu d'effets de seuil liés à l'arrivée à échéance des opérations TLTRO-II, des exigences réglementaires à venir et du risque de détérioration des conditions de financement pour les banques, les TLTRO-III contribueront à éviter l'accroissement des difficultés de financement des banques.

Au cours de la discussion, la nature essentiellement préventive des TLTRO-III a été soulignée, dans la mesure où, dans la plupart des juridictions, il n'a pas encore été observé de durcissement des conditions du crédit. Les TLTRO-III agiront comme un filet de sécurité pour fournir une assurance à l'économie dans une période d'incertitude élevée, les risques étant orientés négativement. S'il a été rappelé que les TLTRO ont été des mesures très efficaces pour soutenir le système financier fondé sur les banques de la zone euro, leur nature ciblée a également été soulignée. S'agissant de l'horizon de la nouvelle série d'opérations, un horizon suffisamment long a été jugé utile pour garantir une orientation suffisamment accommodante afin d'amener l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme et d'en accroître l'impact sur l'économie réelle, notamment en faisant globalement correspondre la durée type des prêts aux SNF. À

l'inverse, un horizon plus court enverrait un signal plus fort aux banques qu'elles devraient se préparer à obtenir des financements sur les marchés privés et éviter de devenir trop dépendantes du financement de banque centrale.

Les membres du Conseil se sont mis d'accord sur le fait que la conception des opérations de TLTRO-III devra soutenir la bonne transmission de la politique monétaire et les conditions favorables d'octroi des prêts bancaires, en préservant une orientation de la politique monétaire suffisamment accommodante pour soutenir la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs, sans perpétuer la dépendance des banques aux mesures de politique monétaire non conventionnelles. Calquer les conditions des nouvelles opérations sur le modèle des TLTRO-II a été vu comme une façon de garantir leur effet sur l'économie réelle et de limiter l'utilisation des financements pour des opérations de *carry trade* sur des obligations d'État. Des considérations de stabilité financière devaient être prises en compte, mais il convenait également de les traiter au niveau des pays. S'agissant de la tarification des TLTRO-III, il a été globalement admis qu'elle devrait être indexée sur le taux d'intérêt des principales opérations de refinancement. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que préciser les détails de ces opérations nécessiterait une plus grande réflexion de la part du Conseil des gouverneurs et ils devraient être communiqués prochainement.

Les membres du Conseil se sont également mis d'accord pour continuer à effectuer des opérations de prêt sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021.

Décisions et communication de politique monétaire

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées, le président a vérifié que tous les membres du Conseil soutenaient la série de mesures proposée par M. Praet.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'il convient de souligner que les décisions que prendrait le Conseil des gouverneurs soutiendraient la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. De plus, les mesures contribueront à accroître la résistance de l'économie de la zone euro aux risques résultant des incertitudes géopolitiques. Dans le même temps, il a été souligné que ces décisions devraient être vues comme un ajustement adéquat des instruments dont dispose le Conseil des gouverneurs en réaction à une détérioration des données économiques et des perspectives d'inflation, et qu'elles ne devraient pas être interprétées comme une inversion de l'orientation de politique monétaire.

En termes de communication du Conseil des gouverneurs, il a de plus été considéré comme justifié de répéter qu'un niveau élevé de relance monétaire demeure essentiel pour une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, et qu'il continuera d'être fourni par les indications prospectives sur les taux directeurs de la BCE, renforcées par les réinvestissements du volume considérable de titres acquis et la nouvelle série de TLTRO. Comme souligné précédemment dans la

communication, il faut également réaffirmer que, quoi qu'il en soit, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer une convergence durable de l'inflation.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire suivantes :

- (1) 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 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.
- (2) Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
- (3) Une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO-III), chacune d'une échéance de deux ans, seront menées entre septembre 2019 et mars 2021. Ces nouvelles opérations contribueront à préserver des conditions de prêts bancaires favorables et une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Dans le cadre des TLTRO-III, les contreparties pourront emprunter jusqu'à 30 % du stock de prêts éligibles au 28 février 2019 à un taux indexé sur le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement pour toute la durée de chaque opération. Comme le programme TLTRO en cours, les TLTRO-III comprendront des incitations visant à conserver des conditions de crédit favorables. De plus amples informations sur les conditions précises des TLTRO-III seront communiquées prochainement.
- (4) Les opérations de prêt de l'Eurosystème resteront effectuées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la période de constitution des réserves obligatoires commençant en mars 2021.

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

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190307~de1fdbd0b0.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190307~7d8a9d2665.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 6-7 mars 2019

Membres

M. Draghi, président
M. de Guindos, vice-président
M. Cœuré
M. Costa*
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Hernández de Cos*
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Makúch
M. Mersch
M. Nowotny*
M. Praet
M. Rehn
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Vasle*
M. Vella
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann
M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 2019 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

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

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

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Arce
M. Boeckx
M. Bonello
M. Bradeško
Mme Buch
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication
M. Straub, conseiller auprès du président
M. Bindseil, directeur général Opérations de marché
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire
Mme Natacha Valla, directrice générale adjointe Politique monétaire
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 23 mai 2019.