



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

10 janvier 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 12 et le jeudi 13 décembre 2018

.....
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 intervenues sur les marchés financiers. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, les 24 et 25 octobre 2018, les signes indiquant que les investisseurs sont davantage préoccupés par les perspectives de croissance mondiale se sont multipliés, en lien avec la faiblesse des données économiques récentes dans de nombreuses juridictions et la persistance des tensions géopolitiques. Ces préoccupations ont accentué la volatilité des marchés et ont probablement contribué à une baisse prononcée des cours boursiers mondiaux. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises, aux États-Unis comme dans la zone euro, se sont également creusés, en particulier pour les obligations dont la qualité de crédit est plus faible.

Sur les marchés des obligations d'État de la zone euro, les rendements des obligations bénéficiant de la qualité de crédit la plus élevée ont reculé pour renouer avec les niveaux observés début 2018, reflétant une exigence de sécurité et une baisse des anticipations d'inflation. Une partie de la baisse des anticipations d'inflation a vraisemblablement fait écho à un recul notable des prix du pétrole ces dernières semaines, de 30 % par rapport à début octobre. Une décomposition établie à partir d'un modèle des variations des prix du pétrole indique que des facteurs d'offre comme des facteurs de demande ont pu contribuer à la baisse des prix du pétrole.

Les écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro se sont légèrement réduits par rapport aux points hauts enregistrés récemment. Toutefois, les écarts de rendement entre l'emprunt public italien à dix ans et son équivalent allemand se sont maintenus à des niveaux élevés, légèrement inférieurs à 300 points de base. La contagion de l'Italie à d'autres marchés des obligations souveraines de la zone euro est restée contenue.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés boursiers de la zone euro, deux grands facteurs ont été considérés comme pouvant expliquer la récente correction : une augmentation de la prime de risque sur actions, qui est cohérente avec la demande croissante de valeurs refuges sur les marchés obligataires mondiaux, et une révision à la baisse des prévisions de bénéfices. Aux États-Unis, en revanche, il a été jugé que les prévisions de bénéfices avaient continué de faire monter les cours des actions, tandis que l'augmentation de la prime de risque sur actions avait fait baisser les actions américaines.

Enfin, en ce qui concerne les anticipations relatives à la politique monétaire dans la zone euro, les résultats d'enquêtes et les données extraites des instruments de marché ont signalé un report de la date anticipée pour une première hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE et, partant, un décalage de la trajectoire attendue

des taux d'intérêt à court terme. Sur les échéances plus longues, la valorisation de marché a présenté un ajustement plus prononcé, ce qui peut également traduire des modifications des primes de risque.

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, le rythme de la croissance mondiale se ralentit et la croissance du commerce mondial se stabilise. Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial font état d'un ralentissement de l'activité économique au second semestre 2018. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a légèrement augmenté en novembre, mais globalement il continue de laisser présager un affaiblissement de la croissance par rapport au premier semestre 2018. Les derniers indicateurs relatifs aux échanges ont envoyé des signaux contrastés tout en allant généralement dans le sens d'une stabilisation globale. Le volume des importations de biens a augmenté en septembre. Toutefois, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier est demeuré légèrement inférieur à 50 en novembre.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est accélérée en octobre. Hors énergie et produits alimentaires, l'inflation est restée majoritairement stable. La dynamique des salaires a repris de la vigueur à partir de la fin 2017 et du début 2018, la hausse annuelle de la rémunération par tête atteignant 2,9 % au troisième trimestre 2018.

Les prix du pétrole brut (*Brent*) ont fortement diminué depuis la réunion des 24 et 25 octobre, étant donné que la production de pétrole a augmenté et qu'il faut s'attendre à un rythme de croissance plus lent de la demande de pétrole. Sur la même période, les prix agrégés des matières premières hors pétrole ont diminué de 3 %, tandis que le taux de change de l'euro est resté globalement inchangé tant vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, la croissance de l'activité économique s'est encore ralentie, sous l'effet d'un affaiblissement de la demande extérieure et aussi de facteurs spécifiques à certains secteurs et certains pays. Selon la deuxième estimation d'Eurostat, la croissance du PIB en volume dans la zone euro est ressortie à 0,2 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2018, après 0,4 % au cours de chacun des deux trimestres précédents. Les données devenues disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs ont été plus faibles qu'attendu.

Dans le même temps, les facteurs fondamentaux soutenant l'expansion économique sont toujours en place. À moyen terme, la consommation privée devrait demeurer robuste, reflétant principalement la poursuite de la croissance de la rémunération des salariés, qui – au fil du temps – devrait s'expliquer davantage par la hausse de la rémunération par tête et moins par la croissance de l'emploi. L'investissement des entreprises devrait

continuer d'augmenter à un rythme soutenu, à la faveur de prévisions de bénéfices favorables, d'une demande intérieure solide et de conditions de financement favorables. Toutefois, l'incertitude persistante entourant le commerce mondial et les droits de douane est un facteur susceptible de peser sur l'investissement des entreprises.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance du PIB annuel en volume de 1,9 % en 2018, 1,7 % en 2019, 1,7 % en 2020 et 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse pour 2018 et 2019.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 2,0 % en novembre 2018, après 2,2 % en octobre, reflétant essentiellement une baisse des prix de l'énergie. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a également été plus modérée, ressortant à 1,0 % en novembre par rapport à 1,1 % en octobre, en raison du ralentissement de la composante services. Dans le même temps, un éventail plus large de mesures de l'inflation sous-jacente a continué d'afficher un profil d'évolution relativement stable.

Les données disponibles vont dans le sens d'une accumulation des tensions sur les salaires, qui devrait contribuer à un ajustement à la hausse de l'inflation sous-jacente. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 2,5 % au troisième trimestre 2018, après 2,2 % au deuxième trimestre. Cette accélération a continué d'être généralisée à l'ensemble des secteurs et des pays.

Selon les projections de décembre des services de l'Eurosystème, l'inflation mesurée par l'IPCH devrait diminuer, revenant de 1,8 % en 2018 à 1,6 % en 2019, avant de remonter progressivement à 1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021. Cette nouvelle trajectoire en V reflète deux tendances qui vont se compenser au fil du temps : un ralentissement du rythme annuel de croissance de la composante énergie, l'incidence des augmentations antérieures des prix du pétrole s'atténuant, et une hausse progressive de l'inflation sous-jacente, sous l'effet d'un écart de production de plus en plus positif dans le contexte d'une accentuation des contraintes d'offre et de tensions sur les marchés du travail.

Par rapport aux projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives d'accélération de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été révisées à la hausse, de 0,1 point de pourcentage pour 2018 et à la baisse, de 0,1 point de pourcentage pour 2019, tandis qu'elles sont demeurées inchangées pour 2020.

Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont inscrites en légère baisse depuis la réunion de politique monétaire des 24 et 25 octobre, essentiellement en réaction à la forte baisse des prix du pétrole. Le taux anticipé à cinq ans du *swap* indexé sur l'inflation dans cinq ans s'est établi à 1,6 %, niveau légèrement inférieur à celui observé lors de la réunion d'octobre.

Les conditions financières sont restées accommodantes, dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés. Dans le même temps, la date anticipée pour le « relèvement » des taux d'intérêt directeurs de la BCE a été reportée vers la fin de 2019. Les marchés boursiers de la zone euro ont enregistré un repli sous l'effet d'une baisse des prévisions de croissance des bénéfices et d'une augmentation de la prime de risque sur actions. Dans le même temps, le coût de financement total des entreprises de la zone euro est demeuré très favorable.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a prolongé sa tendance à un léger ralentissement, bien que le dernier chiffre pour octobre ait affiché un rebond, à 3,9 %. Les sources internes de la création monétaire sont demeurées le principal moteur de la croissance de M3. Le taux de croissance annuel des prêts octroyés au secteur privé est resté globalement stable en octobre, ressortant à 3,3 %, après 3,4 % en septembre. Au niveau de la zone euro, les taux débiteurs sont restés très favorables et proches de leurs points bas historiques. Les coûts composites de financement des banques de la zone euro sont restés accommodants, malgré une hausse relativement limitée des rendements des obligations bancaires.

S'agissant de la politique budgétaire, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro devrait augmenter sur la période 2019-2021, en raison d'un assouplissement de l'orientation budgétaire – mesuré par la variation du solde primaire corrigé du cycle – en 2019 et 2020.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a observé que les conditions financières sont demeurées accommodantes, dans un contexte de volatilité accrue des marchés. Dans l'ensemble, la politique monétaire de la BCE a contribué à atténuer l'incidence des incertitudes qui pèsent de façon persistante sur les conditions financières. Les conditions du crédit pour les ménages et les entreprises sont demeurées très favorables.

Les données disponibles sont en retrait par rapport aux anticipations, en raison du fléchissement de la demande extérieure mais aussi de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs. Si certains de ces facteurs devraient s'estomper, les dernières données peuvent indiquer un ralentissement de la dynamique de croissance. Dans le même temps, les facteurs fondamentaux soutenant l'expansion économique dans la zone euro sont toujours en place. Cela est également cohérent avec les projections de décembre 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, qui vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion à un rythme plus proche du potentiel.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés. La balance des risques a toutefois évolué à la baisse, en raison de la persistance d'importantes incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, mais les tensions d'origine interne sur les coûts ont continué de s'accroître dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, de tensions sur les marchés du travail et de hausse des salaires. Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème ont globalement confirmé les perspectives d'inflation prévues lors des exercices de projection de juin et septembre.

Cette évaluation globale a continué de soutenir la confiance dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, et dans son maintien même après la fin des achats nets d'actifs effectués au titre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP). Dans le même temps, la poursuite de la convergence de l'inflation nécessite encore un degré élevé de soutien monétaire.

Sur la base de ces considérations, M. Praet a proposé de : (a) mettre fin aux achats nets d'actifs au titre de l'APP fin décembre 2018, (b) laisser les indications concernant la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangées et (c) préciser les indications relatives aux réinvestissements en exprimant l'intention du Conseil des gouverneurs de poursuivre le réinvestissement, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP 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.

Établir un lien entre l'horizon de réinvestissement et le relèvement des taux d'intérêt montre que les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) ont été l'instrument principal du Conseil des gouverneurs pour ajuster l'orientation de politique monétaire. Ces indications en chaîne (« *chained guidance* ») renforceraient l'effet exercé par les indications relatives à la trajectoire des taux d'intérêt sur les conditions financières dans la mesure où les anticipations des marchés concernant l'horizon de réinvestissement évolueraient en ligne avec les anticipations relatives à la date d'un premier relèvement de taux d'intérêt. De plus, il est important pour la communication de : (a) souligner que les informations devenues disponibles sont en retrait par rapport aux anticipations, mais que la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion de la zone euro et la hausse progressive des tensions inflationnistes, (b) reconnaître que les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés, mais que la balance des risques évolue du côté négatif en raison de la persistance d'importantes incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers ; (c) souligner la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif au cours de la période à venir et au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs au titre de l'APP ; (d) répéter que les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE, renforcées par le réinvestissement du volume considérable de titres acquis, continuent d'apporter le degré nécessaire de soutien monétaire en vue d'une convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs ; (e) confirmer une nouvelle fois que le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 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 ; et (f) annoncer que le Conseil des gouverneurs entend poursuivre le réinvestissement, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il aura commencé 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.

En ce qui concerne les questions de mise en œuvre de la politique monétaire, M. Cœuré a rappelé que, même si les principes essentiels qui ont guidé la phase d'achats nets d'actifs prévaudront également durant la phase de réinvestissement, il sera nécessaire d'apporter certains ajustements techniques à la façon dont l'Eurosystème conduira ses réinvestissements.

Le premier élément essentiel a trait à la cible opérationnelle. Durant la phase de réinvestissement, les achats nets d'actifs cumulés réalisés dans le cadre de l'ensemble des quatre programmes constituant l'APP seront maintenus à leur niveau de fin décembre 2018. Des écarts limités et temporaires de la taille globale et de la composition de l'APP sont susceptibles de se produire pour des raisons opérationnelles. Dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP), l'objectif est également de conserver les parts respectives, en termes de stock d'achats, des obligations supranationales de l'UE, d'une part, et des obligations émises par les administrations centrales et les agences, d'autre part, à leur niveau de fin décembre 2018.

Le deuxième élément essentiel est lié à l'allocation des réinvestissements effectués dans le cadre du PSPP entre les différentes juridictions. Elle continuera d'être déterminée, sur la base des encours existants, par la clé de répartition employée pour la souscription des différentes banques centrales nationales au capital de la BCE, telle que modifiée au fil des années. Par conséquent, en règle générale, les remboursements seront réinvestis dans la juridiction dans laquelle les remboursements au titre du principal ont été effectués, mais l'allocation des portefeuilles entre les différentes juridictions continuera d'être ajustée de manière à aligner plus étroitement la part du portefeuille PSPP sur la clé de répartition employée pour les souscriptions des différentes banques centrales nationales au capital de la BCE. Tout ajustement de l'allocation des portefeuilles entre les différentes juridictions sera progressif et calibré de manière à préserver la stabilité des conditions de marché.

Au cours de la phase de réinvestissement, l'Eurosystème continuera de respecter le principe de neutralité du marché grâce à une mise en œuvre harmonieuse et flexible. À cette fin, le réinvestissement des remboursements au titre du principal sera distribué sur l'ensemble de l'année afin de permettre une présence régulière et équilibrée sur le marché. Dans le cadre du PSPP, les achats de titres dont le rendement à l'échéance est inférieur au taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE continueront d'être réalisés autant que nécessaire.

Le troisième élément essentiel est lié aux modalités de réinvestissement pour les programmes du secteur privé. La capitalisation boursière demeurera le principe directeur des réinvestissements effectués dans le cadre de ces programmes et un degré de flexibilité suffisant sera nécessaire pour une mise en œuvre

harmonieuse. Les achats de titres sur le marché primaire continueront d'être autorisés si nécessaire. Enfin, M. Cœuré a rappelé que, au début de la phase de réinvestissement, toutes les obligations sécurisées à échéance conditionnée (*covered bonds with a conditional pass-through structure*) seront exclues des achats futurs dans le cadre du troisième programme d'achats d'obligations sécurisées.

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 généralement partagé l'évaluation des perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction et ont examiné la balance des risques. Les données disponibles sont en retrait par rapport aux anticipations, en raison du fléchissement de la demande extérieure mais aussi de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs. Certains de ces facteurs devraient s'estomper, mais les dernières données pourraient indiquer un ralentissement de la dynamique de croissance. Dans le même temps, les facteurs fondamentaux soutenant l'expansion économique dans la zone euro sont toujours en place.

C'est ce qui ressort globalement des projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui indiquent une légère révision à la baisse de la croissance du PIB en volume en 2018 et 2019 par rapport aux projections de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, et un ralentissement progressif de la croissance du PIB en volume sur l'horizon de projection, passée de 1,9 % en 2018 à 1,5 % en 2021, après des révisions à la baisse lors des exercices de mars et juin. Dans ce contexte il a été souligné que, malgré des données plus faibles, le scénario de référence peut toujours être considéré comme valide et que l'économie devrait croître à un rythme proche du potentiel.

Les facteurs soutenant l'activité économique se reflètent dans les évolutions des principales composantes de la demande. La poursuite des créations d'emplois et la hausse des salaires continuent de soutenir la consommation privée. Des conditions de financement favorables et une amélioration des bilans ont soutenu l'investissement des entreprises, et l'investissement dans l'immobilier résidentiel reste robuste. De plus, l'expansion de l'activité mondiale devrait se poursuivre, quoiqu'à un rythme plus lent, et ainsi soutenir les exportations de la zone euro.

Les dernières données, notamment la baisse de la croissance du PIB en volume, revenue au troisième trimestre de 0,4 % à 0,2 % en rythme trimestriel, ont été plus faibles que prévu. Des facteurs à l'origine de ce ralentissement et spécifiques à certains pays et certains secteurs devraient s'estomper, mais il a été souligné qu'un certain nombre d'indicateurs ont récemment affiché un net recul par rapport à leur niveau de 2017, dénotant un fléchissement de l'économie. Dans le même temps, il a été rappelé que 2017 a été une année très positive, qui a compté de bonnes surprises. La question de savoir si l'effet exercé par des facteurs spécifiques à des pays et des secteurs dans le récent ralentissement de la croissance serait transitoire ou plus

durable a déjà été examinée lors de la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et continue de requérir l'attention. Il a de nouveau été fait référence à l'impact des nouvelles normes de tests d'émissions sur la production et l'immatriculation de voitures dans l'ensemble de l'économie de la zone euro.

Les membres du Conseil ont examiné plus en détail les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro. Les incertitudes et les risques liés aux facteurs géopolitiques, la menace protectionniste, les vulnérabilités des marchés émergents et la volatilité des marchés financiers sont demeurés importants. Il a généralement été considéré que l'incertitude a persisté ou s'est accrue, les risques pesant sur l'activité s'orientant à la baisse. Il a également été avancé que même si certains risques – ayant trait aux tensions commerciales, aux marchés émergents, à la politique monétaire américaine et aux évolutions des marchés des obligations souveraines dans la zone euro – se sont atténués, la nature constamment changeante des risques pourrait entretenir, ou même accentuer, l'incertitude générale.

Dans ce contexte, il a été souligné que la situation demeurerait fragile et fluctuante, dans la mesure où les risques pourraient rapidement reprendre de l'importance et où de nouvelles incertitudes pourraient apparaître. La situation sur les marchés émergents a été citée à titre d'exemple, avec les vulnérabilités liées à certains pays qui deviennent moins préoccupantes (avec notamment la stabilisation de la Turquie et de l'Argentine), tandis que des vulnérabilités relatives à d'autres pays se profilent déjà. Les changements fréquents de l'état des discussions sur les questions commerciales et la sortie du Royaume-Uni de l'UE ont constitué d'autres exemples. Dans ce contexte, il a été avancé que l'environnement actuel pourrait être décrit comme un environnement de « rotation des risques » dans une situation d'incertitude globalement accrue.

S'agissant de la balance des risques, il a été mentionné, d'un côté, que les risques pesant sur l'activité pourraient être évalués comme orientés négativement. L'incertitude actuelle a affecté la confiance, même si cette dernière a fléchi à partir de niveaux élevés. Il a été fait référence à une détérioration récente de la confiance des chefs d'entreprise, les données d'enquêtes tirées de l'indice des directeurs d'achat pour la production et les exportations étant une nouvelle fois décevantes. On a considéré que ces évolutions affectent l'investissement des entreprises et constituent un avertissement à rester vigilant vis-à-vis des risques à la baisse pesant sur la croissance. En ce qui concerne les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, il a été remarqué qu'on comptait à présent trois révisions successives à la baisse du scénario de référence pour les perspectives de croissance au cours des six derniers mois. Les dernières révisions ont essentiellement reflété l'intégration de nouvelles données portant sur le court terme, mais n'ont eu aucune conséquence sur la trajectoire de croissance sur le reste de l'horizon de projection. Par conséquent, il a été avancé qu'à moins de considérer que tous les chocs affectant les derniers chiffres sont de nature purement temporaire, ces évolutions devraient avoir orienté la balance des risques du côté négatif.

D'un autre côté, il a été avancé que même s'il y a eu récemment légèrement plus de nouvelles négatives que de nouvelles positives, cela a été intégré dans la révision à la baisse de la projection de référence établie par les services de l'Eurosystème, de telle sorte que la balance des risques relative à cette nouvelle projection pourrait continuer d'être considérée comme relativement équilibrée. Il a également été remarqué que l'évaluation de risques toujours équilibrés pesant sur la croissance a été confortée par l'apparition de

nouveaux risques à la hausse, à savoir une nouvelle baisse des prix du pétrole depuis la date d'arrêt des projections et la probabilité d'un stimulus supplémentaire apporté par les mesures budgétaires. Dans ce contexte, une certaine prudence a été jugée de mise quant au fait de faire pencher la balance des risques du côté négatif.

Globalement, les membres du Conseil ont été d'accord pour estimer que les risques pesant sur les perspectives de la zone euro pouvaient toujours être considérés comme globalement équilibrés, mais que la balance des risques s'orientait du côté négatif en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste, des vulnérabilités des marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers. Cette évaluation a trouvé l'équilibre nécessaire entre confiance dans les perspectives à moyen terme et reconnaissance de la faiblesse récente des données et des indicateurs.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 2,0 % en novembre, après 2,2 % en octobre, reflétant essentiellement une baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, mais les tensions d'origine interne sur les coûts ont continué de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, qui ont alimenté la hausse des salaires. En ce qui concerne l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître 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 évolution s'est également largement reflétée dans les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème. Par comparaison avec les projections de septembre 2018 réalisées par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été revues légèrement à la hausse pour 2018 et à la baisse pour 2019. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,0 % en 2018 à 1,8 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE, cela constitue une légère révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour chacune des années comprises entre 2018 et 2020.

S'agissant des risques pesant sur les perspectives d'inflation, il a été observé que le lien entre d'éventuels risques à la baisse pour les perspectives de croissance et les risques correspondants pour les perspectives d'inflation dépendait généralement de la nature des chocs. Un risque à la baisse important pour les projections relatives à l'inflation – mais un risque à la hausse probable pour la croissance – est lié aux prix du pétrole qui sont à présent inférieurs à ce qu'ils étaient au moment où les projections ont été finalisées. Toutefois, il a été avancé que les variations des prix du pétrole devraient normalement entraîner un risque qui concernerait principalement les perspectives à court terme et qui diminuerait sur l'horizon à moyen terme pertinent. Il a également été remarqué que les tensions géopolitiques pourraient donner un caractère plus prolongé à la baisse des prix du pétrole.

Les évolutions récentes de la croissance des salaires ont quelque peu rassuré quant aux perspectives de l'inflation sous-jacente. La croissance de la rémunération par tête dans l'ensemble de la zone euro s'est établie à 2,5 % au troisième trimestre 2018, poursuivant la hausse régulière observée depuis 2016. Le redressement de la hausse des salaires est également devenu plus généralisé dans les différents pays de la zone euro et les différents secteurs de l'économie. Il a également été fait référence au fait que, d'un point de vue historique, les évolutions des salaires ont été relativement dynamiques dans plusieurs pays de la zone euro.

Les membres du Conseil ont largement partagé le point de vue selon lequel la répercussion des salaires sur les prix, en particulier dans le secteur des services, a été un facteur essentiel de renforcement de la confiance dans les perspectives d'évolution de l'inflation sous-jacente. Il a été avancé que l'ampleur de cette répercussion dépendait de la source des chocs à l'origine de l'accélération de la hausse des salaires. Des éléments ont montré qu'on pouvait s'attendre à une répercussion plus forte si la source était un choc de demande mais plus modérée dans le cas d'autres chocs. La transmission de la croissance des salaires à la hausse des prix à la consommation intervient avec des décalages et davantage de temps et de patience sont nécessaires. Il a été réaffirmé que la répercussion devrait finalement avoir lieu, dans la mesure où l'accélération de la croissance des salaires dans un contexte de hausse inchangée des prix a entraîné une réduction des marges bénéficiaires et des taux de marge qui ne pourra pas se poursuivre indéfiniment.

S'agissant des anticipations d'inflation, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en légère baisse par rapport aux niveaux observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Il a été remarqué que cette évolution pourrait être liée à la récente baisse des prix du pétrole dans la mesure où, comme cela a également été observé ailleurs, il existe une corrélation entre ces deux variables lorsque les prix du pétrole baissent, corrélation qui n'a pas été observée de façon symétrique quand les prix augmentent. Dans le même temps, il a été rappelé que le risque de taux d'inflation négatifs et de déflation s'est estompé depuis longtemps.

S'agissant des politiques budgétaires, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé la nécessité de reconstituer des réserves budgétaires. Cela revêt surtout de l'importance dans les pays dont la dette publique est élevée et pour lesquels il est crucial de respecter intégralement le Pacte de stabilité et de croissance en vue de maintenir une situation budgétaire saine.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance annuelle de M3 a légèrement rebondi en octobre. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. En tant que moteur de la croissance de M3, l'APP a continué d'être remplacé progressivement par une hausse de la contribution apportée par le redressement soutenu du crédit au secteur privé.

La reprise progressive de la croissance des prêts des IFM au secteur privé, constatée depuis début 2014, s'est poursuivie. La création de crédit a été considérée comme continuant de bénéficier de l'amélioration globale des bilans des banques, comme le montre également la poursuite de la baisse de l'encours de prêts

non performants. Il a été fait référence à la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE). Selon les résultats de l'enquête, les petites et moyennes entreprises ont continué de juger l'offre de crédit bancaire abondante entre avril et septembre 2018.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux ménages et aux sociétés non financières dans la zone euro sont restés très attractifs et proches de leurs points bas historiques. À cet égard, il a été fait référence aux évolutions dans une juridiction de la zone euro, où les rendements des obligations souveraines sont restés à des niveaux élevés. Même si les taux débiteurs n'ont pas augmenté dans la même proportion jusqu'à présent, si la volatilité financière persiste, une pression à la hausse sur les taux débiteurs bancaires pourrait s'exercer dans cette juridiction au fil du temps.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Alors que les données disponibles sont en retrait par rapport aux anticipations, la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion dans la zone euro et la hausse progressive des tensions inflationnistes. Il a été estimé que ces évolutions continuaient de conforter la confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs, même après l'arrêt des achats nets d'actifs. Parallèlement, un niveau significatif de soutien monétaire reste nécessaire pour accompagner la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et les évolutions de l'inflation totale à moyen terme. Une prudence accrue est de mise compte tenu des incertitudes persistantes – liées à des facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers – qui sont demeurées fortes. La politique monétaire doit continuer de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance et rester fondée sur les données au cours de la période à venir.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les conditions financières sont demeurées accommodantes et que les conditions du crédit pour les ménages et les entreprises sont toujours très favorables. À cet égard, la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs a contribué à modérer l'impact des incertitudes actuelles sur les conditions financières. Le délai attendu avant un premier relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE et l'horizon prévu pour les réinvestissements se sont tous deux allongés en réponse aux données récentes plus faibles qu'attendu. Cette évolution a été conforme aux éléments dépendant de la situation qui figurent dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs concernant ces deux instruments et a contribué à préserver les conditions financières nécessaires à une convergence durable de l'inflation.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont souscrit à l'ensemble des mesures de politique monétaire proposées par M. Praet dans son introduction. Celles-ci consistent à mettre fin aux achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP fin décembre, à laisser les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt inchangées et à approfondir les indications prospectives sur les réinvestissements. En conséquence, le Conseil des

gouverneurs fera part de son intention de réinvestir, en totalité, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance pendant une période prolongée après la date du premier relèvement des taux d'intérêt directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que l'orientation globale de la politique monétaire demeurerait très expansionniste et le resterait même après l'arrêt des achats nets d'actifs fin 2018. Même si l'APP est en train d'amorcer une phase ne comportant aucun achat net d'actifs, l'Eurosystème continuera d'effectuer des achats dans le cadre du programme, conformément aux indications approfondies du Conseil des gouverneurs sur les réinvestissements. Un soutien monétaire important reste en vigueur, en raison du stock important d'actifs acquis et des réinvestissements du principal arrivant à échéance, ainsi que des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt. Les indications approfondies sur les réinvestissements feront part de manière adéquate de l'intention du Conseil des gouverneurs de continuer à réinvestir en totalité les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance pendant une période prolongée après la date du premier relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que la formulation de « période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE » pour exprimer la dimension temporelle des indications relatives aux réinvestissements établissait un juste équilibre entre fournir des indications supplémentaires concernant les réinvestissements et conserver suffisamment de flexibilité et de souplesse pour la période à venir. En outre, le fait de relier l'horizon des réinvestissements au relèvement des taux d'intérêt a été considéré comme le signe que les indications du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs étaient son outil principal pour ajuster l'orientation de la politique monétaire au cours des prochains mois. De plus, les indications en chaîne (« *chained guidance* ») renforceront l'impact des indications du Conseil des gouverneurs relatives aux taux directeurs sur les conditions financières, en garantissant que les anticipations de marché sur l'horizon des réinvestissements évoluent conformément aux anticipations relatives à la date du relèvement des taux. En conséquence, les effets sur les primes de terme résultant des réinvestissements – qui agissent principalement sur la partie longue de la courbe des rendements – seront conformes à l'évolution des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme.

Les membres du Conseil ont souligné que le fait de préciser les indications fournies par le Conseil des gouverneurs au sujet de ses instruments de politique monétaire par des éléments temporels et des éléments dépendant de la situation avait été utile. Un large consensus s'est donc dégagé sur la nécessité de conserver les éléments dépendant de la situation dans les indications relatives aux réinvestissements. En conséquence, le Conseil des gouverneurs devrait poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance « en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire ». Dans le même temps, il a été souligné que les conditions de la liquidité dépendaient également de l'apport de liquidité dans le cadre des

opérations de crédit, de la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions ainsi que d'autres facteurs.

S'agissant de la composition de l'APP, un large consensus s'est dégagé sur le fait que tous les programmes le constituant devaient demeurer actifs durant la phase de réinvestissement. De plus, leurs parts relatives seront maintenues au niveau qui prévalait à la fin de la phase des achats nets. S'agissant du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP), une remarque a été émise sur le fait que la situation de liquidité des entreprises était confortable et que les risques financiers associés au CSPP étaient légèrement plus prononcés que ceux des autres programmes. En même temps, il a été souligné que le cadre de gestion des risques existant avait démontré son efficacité. De plus, les obligations émises par les entreprises sont par essence risquées et il a été rappelé que l'objectif de politique monétaire concernant les obligations du secteur des entreprises primait.

S'agissant des paramètres techniques pour la phase de réinvestissement, l'approche globale adoptée a été largement considérée comme étant parfaitement équilibrée et tous les membres du Conseil ont soutenu les propositions présentées par M. Praet dans son introduction. En conséquence, pour le PSPP, l'allocation entre les différentes juridictions éligibles continuera d'être déterminée, sur la base des encours existants, par la clé de répartition employée pour la souscription des différentes banques centrales nationales au capital de la BCE, telle que modifiée au fil des années. Par conséquent, en règle générale, les remboursements seront réinvestis dans la juridiction dans laquelle les remboursements au titre du principal sont effectués, mais l'allocation des portefeuilles entre les différentes juridictions continuera d'être ajustée de manière à aligner plus étroitement la part du portefeuille PSPP sur la clé de répartition employée pour la souscription des différentes banques centrales nationales au capital de la BCE. De plus, il a été souligné que tout ajustement de l'allocation des portefeuilles entre les différentes juridictions serait progressif et calibré de manière à préserver la stabilité des conditions de marché.

En ce qui concerne l'avenir, il a été suggéré de revoir la contribution des opérations de refinancement à plus long terme ciblées à l'orientation de la politique monétaire.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont largement approuvé les éléments proposés par M. Praet dans son introduction. Ainsi, il a été jugé approprié de reconnaître que les informations disponibles ont été plus faibles qu'anticipé mais d'insister, néanmoins, sur le fait que la vigueur sous-jacente de la demande intérieure continue de soutenir l'expansion de la zone euro et la hausse progressive des tensions inflationnistes. Il est important de souligner que le Conseil des gouverneurs continue d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif au cours de la période à venir, au-delà même de l'arrêt des achats nets d'actifs. Cela étant, il a été jugé approprié de faire savoir que cette confiance s'accompagnait d'une prudence accrue. Si les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés, la balance des risques s'oriente du côté négatif.

Il a été jugé important de souligner que, si l'APP est en train de passer à une phase caractérisée par aucun achat net d'actifs, les réinvestissements à venir signifient que les achats d'actifs dans le cadre de l'APP se poursuivront, conformément aux indications approfondies (*enhanced forward guidance*) du Conseil des gouverneurs. Il a dès lors été considéré comme primordial de rappeler que les indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE, renforcées par les réinvestissements du volume considérable de titres acquis, continueront d'apporter le degré nécessaire de soutien monétaire en vue d'une convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

À cet égard, la communication doit réaffirmer que le Conseil des gouverneurs anticipe un maintien des taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 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, et doit préciser que 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 de l'APP pendant une période prolongée, au-delà de la date correspondant à un premier relèvement des 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.

Enfin, il a été considéré comme prudent de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour s'assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs 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, 0,00 %, 0,25 % et -0,40 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 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.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, les achats nets dans le cadre de l'APP cesseront en décembre 2018. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs approfondit ses indications sur l'évolution future des réinvestissements. Le Conseil des gouverneurs entend ainsi poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée, au-delà de la date correspondant à un premier relèvement des 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.

S'agissant des paramètres techniques relatifs à la phase de réinvestissement de l'APP, le Conseil des gouverneurs a adopté les décisions conformément aux propositions faites, publiées dans un communiqué de presse technique.

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/2018/html/ecb.is181213.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.fr.html>

https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-14-12-2018_la-bce-decide-des-parametres-techniques-pour-les-reinvestissements-dans-le-cadre-de-son-programme-d-achats-d-actifs.pdf

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 12-13 décembre 2018

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. Stourmaras
M. Vasiliauskas *
M. Villeroy de Galhau
M. Visco *
M. Weidmann

* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 2018 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Centeno, président de l'Eurogroupe **
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. Aucremanne
M. Alves
M. Arce
M. Bradeško
Mme Buch
M. Caruana
M. Demarco, remplaçant de M. Vella *
M. Dolenc
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
Mme Razmusa
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Sinnott
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Välimäki
M. Wunsch, remplaçant de M. Smets

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. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques,
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, M. Klöckers, directeur général Relations internationales et européennes

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 21 février 2019.