



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

12 avril 2018

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 7 et le jeudi 8 mars 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 sur les marchés financiers.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 24 et 25 janvier 2018, malgré un pic de volatilité très intense et de courte durée sur les marchés, la valorisation au sein des grandes catégories d'actifs est demeurée cohérente avec l'optimisme persistant concernant les perspectives de croissance mondiale.

Depuis le début de l'année, les rendements réels à long terme ont augmenté d'environ 30 points de base aux États-Unis et 20 points de base dans la zone euro. Alors qu'une partie de ce mouvement résulte des ajustements des primes de terme, il reflète aussi probablement la perception qu'ont les investisseurs des perspectives de croissance, y compris l'incidence attendue du plan de relance budgétaire adopté par l'Administration américaine. Les points morts d'inflation anticipés à dix ans dans la zone euro ont très peu évolué depuis le début de l'année. En revanche, aux États-Unis, ils ont augmenté de plus de 20 points de base. Les marchés ont également réévalué les perspectives en termes de politique monétaire à court terme aux États-Unis, reflétant en partie les récentes publications de données relatives à l'emploi américain et à l'inflation.

Dans la zone euro, les anticipations relatives à la politique monétaire ont très peu évolué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de janvier. Les anticipations des intervenants de marché concernant la date d'un premier relèvement de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt se sont légèrement déplacées.

S'agissant des marchés boursiers, deux forces sous-jacentes se sont opposées : les bénéfices attendus ont continué de pousser la valorisation des actions à la hausse, tandis que l'augmentation des taux d'actualisation a tiré les cours des actions vers le bas de part et d'autre de l'Atlantique. Les pays et secteurs exportateurs semblent avoir été très affectés par les préoccupations récentes concernant les relations commerciales. Toutefois, les turbulences sur les marchés boursiers n'ont pas généré de liquidation généralisée des autres actifs à risque. S'agissant des écarts de taux des *swaps* sur titres de créance en Europe, seuls ceux des sociétés non financières (SNF) à haut rendement se sont légèrement accrus. Si l'on examine les écarts de rendement souverain vis-à-vis de l'Allemagne, la résilience a été considérable compte tenu de l'activité d'émission soutenue observée récemment.

Les effets de contagion globalement limités des récentes variations des cours boursiers sur les autres marchés ont pu également être observés en comparant la volatilité implicite entre différents marchés, qui est demeurée à des niveaux relativement bas, sauf sur les marchés boursiers.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

L'accentuation de la volatilité observée sur les marchés boursiers a ensuite été exacerbée par des flux techniques, liés par exemple aux stratégies de *risk-parity* ou de *short volatility* adoptées par les investisseurs. Toutefois, l'indice de volatilité VIX a diminué par rapport aux niveaux très élevés atteints début février 2018.

S'agissant de l'évolution récente du taux de change, l'appréciation du dollar a probablement été soutenue par certains facteurs, tels que des informations positives concernant l'inflation, une augmentation des rendements américains et une forte hausse de l'incertitude au plan mondial qui, compte tenu du statut de valeur refuge de cette devise, a naturellement contribué à son renforcement. Néanmoins, d'autres facteurs ayant pesé sur le dollar au cours des derniers mois ont probablement continué d'être à l'œuvre, tels que l'amélioration des anticipations de croissance économique dans le reste du monde et une hausse des besoins de financement aux États-Unis en vue de financer un creusement potentiel du déficit des transactions courantes.

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, l'activité mondiale et la dynamique des échanges sont demeurés soutenus. Les enquêtes font état d'une dynamique de la croissance mondiale régulière et généralisée début 2018. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a légèrement augmenté en février.

Les indicateurs sur les échanges commerciaux mondiaux vont dans le sens d'une croissance soutenue vers la fin de l'année 2017. La croissance des importations mondiales de biens s'est ralentie au quatrième trimestre, mais les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux ont été relativement dynamiques, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial ayant atteint en janvier un niveau élevé, supérieur à sa moyenne de long terme.

Malgré la reprise mondiale, les tensions sous-jacentes sur les prix sont restées faibles. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est légèrement ralentie en janvier, revenant à 2,2 % contre 2,3 % en décembre, mais l'inflation sous-jacente est demeurée stable, l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'étant établie à 1,8 % en janvier.

Les prix du *Brent* se sont inscrits en baisse depuis la réunion de janvier, mais ont légèrement augmenté par rapport aux hypothèses de projection de décembre, pour s'établir à 65,4 dollars le baril, le 6 mars. Sur la même période, les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté de 2,7 %, principalement sous l'effet du renchérissement des produits alimentaires et, dans une moindre mesure, des métaux. L'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar, ainsi qu'en termes effectifs nominaux, depuis la réunion de janvier.

S'agissant de l'économie de la zone euro, les données disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier confirment l'expansion économique en cours. Les conditions de financement favorables, la croissance régulière des revenus et des bénéfices, ainsi que la robustesse du marché du travail sont restés les principaux facteurs de soutien de la demande agrégée. Les risques pesant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

sur les perspectives de croissance demeurent globalement équilibrés. La dynamique conjoncturelle positive dénote des risques à la hausse à court terme, tandis que les risques à la baisse continuent d'être liés aux facteurs mondiaux, notamment les évolutions des marchés de change étrangers et le protectionnisme.

Selon les dernières données, l'activité économique est restée vigoureuse au quatrième trimestre 2017. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la croissance du PIB en volume de la zone euro est ressortie à 0,6 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre. L'expansion a concerné l'ensemble des secteurs. La valeur ajoutée réelle s'est accrue de 1,2 % dans le secteur industriel (hors construction), de 0,4 % dans le secteur des services et de 1,1 % dans le secteur de la construction. Les données disponibles depuis la réunion de janvier vont également dans le sens de la poursuite de l'expansion économique au premier trimestre 2018.

Ces évolutions positives se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro, d'après lesquelles la croissance du PIB devrait s'établir à 2,5 % en 2017, 2,4 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020, ce qui représente une révision à la hausse pour 2018 par rapport aux projections des services de l'Eurosystème de décembre 2017. Plusieurs facteurs ont soutenu les perspectives de croissance favorables, comme la poursuite de l'expansion économique au plan mondial, l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, l'amélioration sur les marchés du travail et l'atténuation des pressions en faveur du désendettement pour les SNF et les ménages. Toutefois, la croissance du PIB en volume devrait légèrement se ralentir sur l'horizon de projection avec la dissipation graduelle de nombreux effets favorables.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 1,2 % en février 2018, contre 1,3 % en janvier. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 1,0 % en février, après 0,9 % en décembre, mais sans changement par rapport à janvier. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées historiquement basses, malgré une amélioration marquée depuis leur point bas de 2016. Dans l'ensemble, ces évolutions donnent à penser que la forte dynamique conjoncturelle, la réduction en cours des capacités inutilisées sur le marché du travail et l'utilisation croissante des capacités de production se traduisent par une accentuation régulière, quoique lente, des tensions inflationnistes.

S'agissant des salaires, les évolutions récentes ont confirmé une trajectoire de remontée progressive. Cette hausse résulte essentiellement de contributions plus importantes de la dérive salariale, qui réagit généralement aux évolutions conjoncturelles avec un décalage plus faible que les salaires négociés. Selon les projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, la hausse de la rémunération par tête devrait passer de 1,6 % en 2017 à 2,7 % en 2020.

D'après ces projections, l'inflation totale devrait ressortir à 1,7 % en 2020, sous l'effet de l'inflation sous-jacente, après 1,4 % en 2018 et 2019. Par rapport aux projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été légèrement révisées à la baisse pour 2019. Les perspectives de hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sont restées inchangées par rapport aux projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème et devraient passer de 1,1 % en 2018 à 1,5 % en 2019 et 1,8 % en 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les anticipations d'inflation, extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes à long terme sont restées largement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier.

Les conditions financières se sont légèrement durcies dans un contexte de volatilité sur les marchés boursiers et de change. Dans le même temps, le resserrement observé au cours des derniers mois doit être interprété à la lumière de l'amélioration de la situation économique. Le coût total du financement des entreprises de la zone euro a un peu augmenté, le coût des fonds propres et celui de l'endettement de marché s'étant inscrit en légère hausse.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de l'agrégat monétaire large M3 est demeurée robuste au sein d'une fourchette étroite comprise entre 4,5 % et 5,5 % observée depuis le lancement du programme étendu d'achats d'actifs (APP) début 2015. En janvier 2018, le taux de croissance annuel des prêts aux SNF a poursuivi sa tendance à la hausse, tandis que l'endettement brut consolidé des SNF a continué de baisser. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé en janvier, soutenu par des conditions d'emprunt favorables et la poursuite attendue de l'amélioration des marchés du travail. Dans le même temps, la croissance des prêts aux ménages était freinée par les remboursements de prêts. Les ratios de fonds propres des banques ont continué de se renforcer au troisième trimestre 2017, reflétant principalement une hausse de la contribution positive de la recapitalisation. La moindre exposition aux risques des bilans a également continué de soutenir les ratios de fonds propres, la qualité des actifs s'étant améliorée dans le sillage des fondamentaux macroéconomiques et de la restructuration des bilans.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de mars 2018 établies par les services de la BCE vont dans le sens d'une orientation budgétaire légèrement expansionniste en 2018, qui deviendra globalement neutre en 2019-2020.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a observé que les conditions financières se sont légèrement durcies dans un contexte de volatilité sur les marchés boursiers et de change. Les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages sont toutefois demeurées très favorables, en particulier à la lumière de l'amélioration des perspectives macroéconomiques.

Les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE vont dans le sens d'une poursuite de la croissance à un rythme supérieur au potentiel, avec une révision à la hausse pour 2018. Les informations disponibles ont confirmé la reprise économique vigoureuse et généralisée. En ce qui concerne l'inflation, les projections de mars ont confirmé le précédent scénario de référence d'une augmentation graduelle de l'inflation totale vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Toutefois, les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

La dynamique conjoncturelle et la poursuite de l'absorption des ressources productives excédentaires ont renforcé la confiance dans une convergence de la hausse de l'IPCH de la zone euro vers l'objectif d'inflation. La convergence de l'inflation ne se fait néanmoins que progressivement et demeure tributaire d'un degré élevé de soutien monétaire.

Sur la base de cette évaluation, M. Praet a proposé de faire part de l'amélioration de la confiance du Conseil des gouverneurs en supprimant le « biais accommodant » attaché à l'APP, c'est-à-dire la référence à un accroissement du volume et/ou à un allongement de la durée du programme d'achats d'actifs si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Il s'agit d'une nouvelle étape faisant suite aux ajustements précédents de l'orientation de la politique monétaire de la BCE, à savoir les réductions antérieures du rythme des achats et la suppression du biais accommodant des taux d'intérêt. Dans le même temps, il demeure essentiel de faire preuve de patience et de persévérance dans la politique monétaire pour renforcer les tensions inflationnistes. En conséquence, M. Praet a également proposé de confirmer une nouvelle fois les décisions prises antérieurement s'agissant des achats d'actifs et des taux directeurs.

En ce qui concerne la communication, il est nécessaire que le Conseil des gouverneurs réaffirme sa confiance dans le fait que l'expansion économique conduira à terme à une convergence de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Il est également important de souligner la nécessité de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance dans la politique monétaire pour renforcer les tensions inflationnistes et favoriser la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, et de mettre l'accent sur le fait que le Conseil des gouverneurs continuera de suivre les évolutions des conditions financières, en lien avec leurs éventuelles implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs continuera d'évaluer les avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Conformément aux indications concernant l'évolution de l'APP, les achats nets d'actifs prendront fin une fois que le Conseil des gouverneurs aura estimé que les critères d'un ajustement durable seront remplis. L'évaluation du Conseil des gouverneurs continuera de se fonder sur trois critères : premièrement, la convergence de l'inflation totale vers l'objectif de moyen terme ; deuxièmement, la confiance dans la concrétisation de la trajectoire prévue pour l'inflation ; et, troisièmement, la résilience de la convergence de l'inflation même après la fin des achats nets d'actifs.

Au-delà de l'horizon des achats nets d'actifs, le soutien monétaire toujours nécessaire pour que l'inflation converge vers l'objectif du Conseil des gouverneurs continuera d'être apporté par la poursuite des réinvestissements au titre du principal durant une période prolongée et par le maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels bien au-delà de la fin des achats nets d'actifs.

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 et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données récentes et les résultats d'enquêtes montrent que la dynamique de croissance est restée solide et généralisée, soutenue par des conditions de financement très favorables. À court terme, cette expansion devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus rapide que prévu précédemment, comme le montrent les projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, dans lesquelles la croissance du PIB en volume en 2018 a été révisée à la hausse par rapport aux projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, tandis que les perspectives de croissance pour 2019 et 2020 sont restées inchangées. Les risques pesant sur les perspectives relatives à l'activité économique ont été jugés comme demeurant globalement équilibrés.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les derniers indicateurs ont fait état d'une dynamique soutenue de l'activité mondiale et des échanges commerciaux. Le scénario d'une expansion économique robuste au niveau mondial est également ressorti des projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives d'évolution de l'activité mondiale ayant été révisées à la hausse pour 2018 et 2019. L'incidence des nouvelles mesures de relance budgétaire aux États-Unis a été un facteur essentiel à l'origine de la révision à la hausse. Toutefois, la balance des risques pesant sur l'expansion économique mondiale a continué d'être considérée comme orientée à la baisse, les incertitudes géopolitiques et l'incertitude relative aux perspectives de certaines économies importantes, notamment le risque d'un renforcement du protectionnisme commercial et l'impact incertain de la sortie du Royaume-Uni de l'UE, ont continué de constituer des risques à la baisse.

À la suite des récentes déclarations de l'Administration américaine, les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les risques liés au protectionnisme commercial, qui avaient déjà fait l'objet d'une réflexion de la part du Conseil des gouverneurs. Une majorité s'inquiète d'une augmentation du risque de conflits commerciaux, qui pourrait avoir une incidence négative sur l'activité pour tous les pays concernés. L'impact sur l'économie mondiale et sur la zone euro dépendra, en fin de compte, de l'ampleur des hausses de tarifs douaniers imposés par les États-Unis sur les importations et de la portée des éventuelles mesures de rétorsion. Toutefois, il a également été souligné que des effets de confiance négatifs pourraient apparaître. L'impact du renforcement du protectionnisme commercial sur l'inflation a été considéré comme plus ambigu et plus incertain.

Il a aussi été fait référence aux risques liés à la volatilité sur les marchés financiers et de change mondiaux. Il a été souligné que, même si l'appréciation antérieure de l'euro n'avait pas eu jusqu'à présent d'impact négatif significatif sur la demande extérieure adressée à la zone euro, les évolutions sur les marchés des changes ont continué d'être une source d'incertitude importante et un risque devant faire l'objet d'un suivi.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres ont noté que les indicateurs récents apportaient de nouvelles preuves que l'expansion économique était robuste et généralisée et se poursuivait à un rythme supérieur aux estimations actuelles de la croissance potentielle. Le PIB en volume de la zone euro a crû de 0,6 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2017 après une hausse de 0,7 % au troisième trimestre. Même si les dernières données d'enquêtes ont été plus faibles, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat sont demeurés à des niveaux historiquement élevés. Au vu des évolutions des indicateurs à court terme, la croissance à court terme du PIB en volume pourrait être légèrement plus forte que prévu.

S'agissant des principales composantes de la demande, la croissance de la consommation privée est restée forte, soutenue par la hausse des revenus et de l'emploi et par une épargne des ménages historiquement faible. L'investissement des entreprises s'est renforcé sous l'effet de conditions de financement très favorables, de la progression de leur rentabilité et d'une demande vigoureuse. La hausse de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est également poursuivie au cours des derniers trimestres. De plus, la croissance mondiale généralisée a dopé les exportations de la zone euro.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur le taux de croissance potentielle de la zone euro et le niveau des capacités restant inutilisées dans l'économie. Il a été noté que les estimations d'institutions internationales telles que la Commission européenne et l'OCDE suggéraient une résorption de l'écart de production de la zone euro fin 2017 ou début 2018, même s'il a également été admis que l'évaluation de l'écart de production présentait des variations significatives selon les pays. Un large consensus s'est dégagé sur l'incertitude considérable qui entoure la mesure du niveau des réserves de main-d'œuvre inutilisées sur les marchés du travail et des capacités inutilisées dans l'ensemble de l'économie.

Plusieurs arguments ont été avancés pour suggérer que ces capacités inutilisées dans l'économie pourraient être plus importantes que ne l'indiquent les projections de référence. Il a été rappelé que les mesures de la croissance potentielle étaient généralement calculées à partir des apports de capital et de travail, ainsi que des estimations de la productivité globale des facteurs, qui peuvent tous être considérés comme ayant, dans une certaine mesure, des composantes conjoncturelles. Si l'estimation de la production potentielle tenait compte seulement des chocs d'offre, résultant peut-être de l'impact positif des réformes structurelles passées, l'économie pourrait disposer de plus de capacités inutilisées que ne l'indiquent actuellement les mesures traditionnelles.

Il a également été rappelé que les estimations du taux de chômage n'accélérant pas l'inflation (NAIRU) et de la production potentielle ont déjà été révisées favorablement. Il a été noté que l'évaluation des capacités inutilisées sur le marché du travail était fondée en partie sur des mesures plus larges du chômage, qui intègrent des travailleurs à temps partiel subi ou des travailleurs découragés, ce qui exerce une pression supplémentaire à la baisse sur les salaires. Cependant, s'il existe d'importants effets d'hystérèse, les capacités inutilisées sur le marché du travail pourraient être inférieures à ce qui est suggéré sur la base de ces mesures plus larges. Dans le même temps, il a été souligné que l'hystérèse induite par la crise pourrait s'inverser en cas de reprise économique robuste.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les membres du Conseil ont débattu d'un autre risque, celui d'une politique budgétaire plus expansionniste et procyclique sur l'horizon de projection. Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme restant globalement équilibrés. D'un côté, la dynamique conjoncturelle positive pourrait se traduire par une croissance plus soutenue à court terme. Mais, de l'autre, des risques à la baisse persistent, principalement associés à des facteurs mondiaux, notamment un regain du protectionnisme et les évolutions sur les marchés des changes et les autres marchés financiers.

Les membres du Conseil ont réaffirmé que l'approfondissement de l'Union économique et monétaire demeurait une priorité et ont souligné la nécessité de réaliser des progrès en vue de l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux. Plus généralement, il a été rappelé qu'il était nécessaire que d'autres pans de la politique économique apportent une contribution décisive à l'accroissement du potentiel de croissance à plus long terme de l'économie de la zone euro et à la réduction des vulnérabilités, afin que les effets bénéfiques des mesures de politique monétaire de la BCE puissent se faire sentir pleinement. La mise en œuvre de réformes structurelles dans les pays de la zone euro doit être nettement accélérée et l'application intégrale et systématique, dans le temps et à travers les pays, du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques s'avère nécessaire pour augmenter la capacité de résistance de l'économie de la zone euro.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 1,2 % en février 2018, après 1,3 % en janvier. Cette évolution résulte principalement des effets de base négatifs ayant pesé sur la hausse des prix des produits alimentaires non transformés. Les taux annuels de l'inflation totale devraient osciller autour de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année, sur la base notamment des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole. Il a été noté que, dans les exercices de projection récents, les perspectives de l'inflation totale et des mesures de l'inflation sous-jacente ont été relativement stables, tandis que les perspectives de croissance ont été progressivement révisées à la hausse.

Les membres du Conseil ont considéré que les mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro restaient modérées mais devraient augmenter progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption correspondante de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires.

La stabilité des mesures de l'inflation sous-jacente, en dépit de l'appréciation de l'euro, a de nouveau été soulignée dans la discussion. Dans ce contexte, il a été noté que la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie, considérés comme la composante la plus sensible aux variations de taux de change, avait continué de s'accélérer en dépit de l'appréciation de l'euro et ressortait désormais à 0,7 %, un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. Dans le même temps, il a été remarqué que les évolutions récentes du taux de change de l'euro semblaient s'expliquer davantage par des chocs relatifs de politique monétaire, liés notamment à la communication, et de façon moindre, par les améliorations des perspectives macroéconomiques pour la zone euro. Cela suggère que l'appréciation du taux de change pourrait avoir une incidence plus négative sur l'inflation. Par ailleurs, même si l'effet de l'appréciation de l'euro sur l'inflation a été

limité jusqu'à présent, les répercussions pourraient être plus fortes si les chocs s'avéraient de nature permanente. Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que la volatilité du taux de change de l'euro continuait d'être une source d'incertitude, nécessitant un suivi en raison de ses éventuelles répercussions sur les perspectives d'inflation à moyen terme.

Les membres du Conseil ont observé que la dynamique des salaires était toujours relativement modérée, comme le montrent les hausses annuelles de la rémunération par tête, qui est ressortie à 1,7 % au troisième trimestre 2017, même si l'on peut s'attendre à ce que les tensions sur les coûts s'accroissent progressivement, parallèlement à la poursuite de la croissance économique et à la résorption des réserves de main-d'œuvre excédentaires sur le marché du travail.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont indiqué que les mesures extraites des instruments de marché et celles, à long terme, tirées d'enquêtes, sont restées globalement stables. Dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), les anticipations d'inflation à l'horizon de cinq ans pour le premier trimestre 2018 sont ressorties à 1,9 % et le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,71 %. Même si ce niveau reste plus élevé que lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre 2017, il est légèrement inférieur au niveau observé au moment de la réunion de politique monétaire de janvier 2018. Il a été remarqué que les données tirées de l'EPP, comme celles tirées des prix des options, indiquaient un glissement vers des anticipations d'inflation plus élevées depuis début 2015, après le début de l'APP, les scénarios de déflation étant clairement écartés.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. L'expansion de la monnaie au sens large (M3) s'est maintenue à un rythme vigoureux, traduisant l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE et le faible coût d'opportunité de la détention des composantes les plus liquides. La reprise graduelle de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie, avec un nouveau redressement de la croissance des prêts aux SNF et une stabilisation des prêts aux ménages. Cette expansion du crédit est restée soutenue par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages dans les différentes juridictions de la zone euro.

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, selon laquelle les informations disponibles, notamment les nouvelles projections établies par les services de la BCE, confirment la dynamique de croissance forte et généralisée de l'économie de la zone euro. Ces perspectives de croissance étayent la confiance accrue en une convergence de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Dans l'ensemble, si le regain de confiance appelle un ajustement progressif de la communication du Conseil des gouverneurs, il reste essentiel de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance dans la politique monétaire pour renforcer les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'inflation totale à moyen terme.

Les membres du Conseil se sont aussi largement accordés sur l'évaluation de M. Praet selon laquelle les conditions de financement demeurent très favorables mais se sont légèrement durcies depuis la réunion de politique monétaire de janvier en raison de l'affaiblissement des marchés boursiers, d'une appréciation de l'euro et d'une remontée des taux de marché. Il a été observé que le durcissement des conditions de financement devait également être replacé dans le contexte d'une amélioration de la situation macroéconomique et n'impliquait donc pas nécessairement une orientation plus restrictive de la politique monétaire. De plus, les effets des mesures de politique monétaire de la BCE continuent d'apporter un soutien significatif aux conditions d'emprunt des entreprises et des ménages. Cela étant, une certaine prudence a été exprimée, les dernières évolutions du taux de change de l'euro et des conditions de financement reflétant pour partie une modification de la perception des politiques monétaire et budgétaire, au niveau domestique et international, ainsi que l'accroissement des risques de protectionnisme et une sensibilité accrue des marchés à la communication, plutôt que de nouvelles améliorations des fondamentaux de l'économie domestique. Dans ce contexte, les évolutions du taux de change et des conditions de financement nécessitent un suivi en raison de leurs implications possibles pour les perspectives d'inflation.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les informations disponibles indiquent des progrès sur la voie d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il a été avancé que les critères du Conseil des gouverneurs permettant de définir un ajustement durable de l'évolution de l'inflation étaient considérés comme pratiquement remplis à moyen terme. Toutefois, la conclusion sur laquelle les membres du Conseil se sont largement accordés est que les indications d'une hausse durable de l'inflation à des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs ne sont pas encore suffisantes. Dans ce contexte, il a également été rappelé que l'évaluation de la réalisation d'un ajustement durable de l'inflation n'est pas binaire, mais qu'elle comporte de multiples facettes et se base sur des probabilités.

Il a été jugé encourageant que les dernières projections établies par les services de la BCE restent cohérentes avec une convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, confirmant ainsi les perspectives figurant dans les précédents exercices de prévision. En outre, les taux de croissance nettement supérieurs aux estimations actuelles de croissance potentielle et l'augmentation correspondante de l'utilisation des capacités de production ont été perçus comme étayant la confiance dans la trajectoire actuellement prévue pour l'inflation.

Dans le même temps, les derniers chiffres de l'inflation sont restés assez éloignés de l'objectif du Conseil des gouverneurs et les informations disponibles ont continué d'indiquer des tensions globalement modérées sur les prix. En outre, si la confiance dans les perspectives d'inflation s'est améliorée, elle est toujours considérée comme soumise à de nombreuses incertitudes, liées essentiellement au niveau des capacités restant

inutilisées dans l'économie et aux risques provenant de l'environnement international ainsi qu'aux évolutions sur les marchés des changes et les autres marchés financiers.

S'agissant du critère de résilience, qui appelle un ajustement auto-entretenu de la trajectoire de l'inflation, même après la fin des achats nets d'actifs, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire restait nécessaire pour accompagner l'expansion économique et pour permettre aux tensions inflationnistes de continuer à se renforcer et favoriser une hausse de l'inflation à un niveau conforme à l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

En résumé, les incertitudes persistantes et les pressions inflationnistes sous-jacentes modérées invitent à la prudence et soulignent la nécessité de conserver la posture actuelle de prudence, de patience et de persévérance. Cela suggère que les décisions de politique monétaire prises lors de la réunion de fin octobre 2017 s'agissant des achats nets d'actifs, des réinvestissements et des taux d'intérêt directeurs doivent être de nouveau confirmées.

Dans le contexte de l'amélioration en cours des perspectives économiques et du renforcement correspondant de la confiance dans les perspectives d'inflation, tous les membres du Conseil ont adhéré à la proposition de M. Praet de retirer le « biais accommodant » relatif à l'APP de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs. Il a été rappelé que cette formulation avait été introduite lorsque les achats nets ont été réduits d'un rythme mensuel de 80 milliards d'euros à 60 milliards et que l'environnement économique a changé de manière significative depuis lors. En particulier, sa suppression a été considérée comme justifiée parce que l'expansion économique a gagné en robustesse et que les scénarios de mauvaises surprises économiques de grande ampleur, entraînant une résurgence des risques déflationnistes, sont devenus moins probables. En ce sens, la suppression du biais accommodant concernant l'APP est cohérente avec l'approche s'appuyant sur les données retenue par le Conseil des gouverneurs pour sa stratégie et sa communication.

S'agissant de la communication, un large consensus s'est dégagé sur la proposition de M. Praet consistant à souligner la confiance accrue dans les perspectives d'inflation tout en réaffirmant l'importance de la patience et de la persévérance s'agissant de la politique monétaire afin de favoriser la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Il a été largement souligné que la communication du Conseil des gouverneurs doit refléter l'amélioration progressive de l'environnement économique et le renforcement correspondant de la confiance dans la trajectoire de l'inflation. Par conséquent, un nouvel ajustement de la communication sous la forme d'une suppression du biais accommodant de l'APP a été considéré comme une étape logique.

Les membres du Conseil se sont également accordés sur le fait que, parallèlement à la suppression du biais accommodant, l'accent doit être mis sur l'engagement ferme du Conseil des gouverneurs à respecter son objectif de stabilité des prix, d'autant plus que l'inflation a été insuffisante au regard de son objectif déclaré sur une période prolongée. Il demeure nécessaire de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance et les points clés des indications du Conseil des gouverneurs sur l'évolution future des taux directeurs et de l'APP doivent être confirmés, notamment l'absence de limitation dans le temps de l'APP. Dans ce contexte, il a également été observé que la suppression du biais accommodant ne doit pas être interprétée de façon

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

erronée comme restreignant la capacité du Conseil des gouverneurs à réagir à des chocs et à des événements, si nécessaire.

Dans le même temps, il a été réaffirmé que la relance monétaire continuait d'être apportée par toute la panoplie des instruments de politique monétaire, à savoir le niveau des taux directeurs, les achats nets d'actifs, le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements présents et à venir, et les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt. Enfin, un large consensus s'est dégagé pour souligner la nécessité de continuer à suivre les évolutions du taux de change et des conditions financières, en raison de leurs éventuelles implications pour les perspectives d'inflation.

À plus long terme, un large consensus s'est dégagé sur les principaux éléments présentés par M. Praet dans son introduction. L'orientation de la politique monétaire continuera d'être guidée fermement par l'évaluation continue que fera le Conseil des gouverneurs des progrès accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation à partir des trois critères que sont la convergence, la confiance et la résilience. Plus précisément, une fois que le Conseil des gouverneurs aura estimé que les critères d'un ajustement durable seront remplis, les achats nets d'actifs prendront fin conformément à la conditionnalité exprimée dans la *forward guidance* relative à l'APP.

Il a été rappelé, comme à de précédentes occasions, que, au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs, le soutien monétaire toujours nécessaire pour que l'inflation converge vers son objectif sera apporté par le stock de titres acquis, par la poursuite des réinvestissements durant une période prolongée et par le maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels bien au-delà de la fin des achats nets d'actifs.

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 continue de prévoir que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. Le Conseil des gouverneurs confirme que les achats nets d'actifs, au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros, devraient être réalisés jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'il observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. L'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Cela contribuera à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.

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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180308.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180308.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7-8 mars 2018

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Jazbec*
M. Knot*
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Liikanen*
M. Linde
M. Makúch*
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
M. Reinesch
M. Smets
M. Stournaras
M. Vasiliauskas
M. Vella
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann

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

Autres participants

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Aucremanne
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Hernández de Cos
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
Mme Phelan
Mme Razmusa
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. Klöckers, directeur général Évolutions économiques, DG Questions économiques
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 24 mai 2018.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi