



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

11 janvier 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 13 et le jeudi 14 décembre 2017

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

## 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 du Conseil des gouverneurs des 25 et 26 octobre 2017, un aplatissement marqué de la courbe des rendements du Trésor américain a été observé, tandis que la courbe des rendements du Bund allemand s'est nettement moins aplatie. Aux États-Unis, la courbe des rendements a atteint son niveau le plus bas en près de dix ans, les bons du Trésor américain à dix ans affichant un rendement supérieur de moins de 60 points de base à celui des bons du Trésor à deux ans, alors que, début 2017, l'écart de rendements entre les deux échéances s'établissait à 125 points de base. L'écart de rendement entre le Bund allemand à dix ans et celui à deux ans a oscillé autour de 100 points de base.

M. Cœuré a noté que différentes explications pouvaient être identifiées quant à ces évolutions, selon que l'aplatissement de la courbe des rendements du Trésor américain découle des variations des taux à court terme américains actuels ou anticipés ou de la prime de terme. Une première explication est liée au resserrement en cours de la politique monétaire par le Comité fédéral de l'*open market* sur la partie courte de la courbe américaine des rendements, qui ne s'est pas complètement traduit par une hausse des rendements à long terme américains. L'autre explication, avancée par les analystes de marché, est liée à la pression à la baisse exercée sur la prime de terme aux États-Unis, due pour l'essentiel à des facteurs d'offre et de demande sur le marché des bons du Trésor, y compris les rééquilibrages de portefeuille entre les différentes juridictions. Une décomposition établie à partir d'un modèle du rendement des bons du Trésor américain à dix ans entre taux d'intérêt à court terme moyens anticipés et prime de terme suggère qu'une hausse des taux d'intérêt à court terme anticipés a été compensée par une baisse de la prime de terme.

Ce fléchissement de la prime de terme à dix ans américaine pourrait résulter de trois facteurs. Premièrement, les variations de la demande internationale, les investisseurs internationaux achetant davantage de bons du Trésor américain. Un rééquilibrage des portefeuilles en faveur des bons du Trésor américain a été observé au cours des années récentes et ressort également des dernières données relatives aux capitaux internationaux, publiées par le département du Trésor américain pour septembre 2017. Les données font état d'un fort rebond des achats de bons du Trésor, les investisseurs privés étrangers ayant acheté pour 130 milliards de dollars de ces titres au cours des six derniers mois. Deuxièmement, l'atténuation du risque de duration présent sur le marché, le secteur public détenant un montant important de bons du Trésor à long terme. Troisièmement, la faiblesse de la volatilité observée, qui pourrait également avoir exercé une incidence sur la prime de terme.

S'agissant de la zone euro, l'écart de taux d'intérêt entre le Bund allemand à dix ans et l'OIS équivalent, mesure de la prime de rareté sur les emprunts publics allemands, qui a diminué en juin, est encore une fois devenu plus négatif autour de la réunion de politique monétaire d'octobre du Conseil des gouverneurs. Cette évolution souligne l'efficacité des achats d'actifs de la BCE, y compris le dernier exercice de recalibrage, et

pourrait avoir conduit certains investisseurs de la zone euro à rééquilibrer leurs portefeuilles. L'effet pourrait se faire sentir sur l'ensemble des titres souverains, comme le montre le resserrement des écarts de rendement à dix ans entre les emprunts publics allemands et les emprunts publics espagnols, italiens et portugais. Dans le cas de la Grèce, le fait que l'examen du troisième programme de sauvetage ait bien avancé a constitué une bonne nouvelle, tout comme le succès de l'échange d'obligations d'État grecques visant à accroître la liquidité de la dette grecque. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue fin octobre, les hausses des cours boursiers se sont poursuivies aux États-Unis et au Japon. Cette situation contraste avec l'Europe, où l'on a constaté des baisses des prix des actions.

S'agissant des marchés de change, en dépit d'un affaiblissement observé autour de la réunion de politique monétaire d'octobre, l'euro est resté stable dans l'ensemble. Les chiffres de la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis suggèrent que le marché reste positionné pour une appréciation de l'euro. Toutefois, l'appréciation ne s'est jusqu'à présent pas matérialisée en raison, entre autres, des décisions prises par le Conseil des gouverneurs en octobre et peut-être également sous l'effet des flux sortant d'Europe liés aux rééquilibrages de portefeuille mentionnés précédemment. Les dernières distributions de probabilités implicites pour le taux de change EUR/USD ont montré que l'ampleur de l'appréciation anticipée de l'euro avait légèrement diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue fin octobre.

S'agissant des évolutions sur les marchés monétaires, la fin de l'année est traditionnellement marquée par une volatilité des taux courts des marchés monétaires. En ce qui concerne la courbe des taux anticipés de l'Eonia, aucune variation importante des anticipations de marché relatives aux taux directeurs de la BCE n'a été observée depuis la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue fin octobre. Les transactions sur les marchés monétaires dont le terme se situe au-delà du 31 décembre 2017 étaient déjà négociées avec une prime. L'analyse interne des services de la BCE et les informations tirées de la veille de marché suggèrent que, contrairement à ce qui a été observé en 2016, les marchés ont commencé plus tôt à se préparer pour la fin de l'année, après les pics observés un an auparavant.

#### *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.

Le redressement synchronisé de l'activité économique mondiale s'est poursuivi. Les indicateurs tirés d'enquêtes et les indicateurs solides relatifs à l'activité mondiale font état d'une dynamique de croissance mondiale régulière et généralisée au second semestre 2017. L'indice des directeurs d'achat pour la production mondiale est resté stable en novembre, à un niveau légèrement supérieur à celui du troisième trimestre 2017 et proche de sa moyenne de long terme.

Dans le même temps, le commerce a rebondi depuis le second semestre 2016, soutenu par l'investissement. Les indicateurs sur les échanges commerciaux mondiaux font état d'une croissance robuste au second semestre 2017, après un fléchissement au deuxième trimestre de l'année. Les importations mondiales de biens ont augmenté de 1,6 % au troisième trimestre après 0,4 % au trimestre précédent.

L'inflation mondiale a légèrement diminué en octobre. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE est passée de 2,3 % en septembre à 2,2 % en octobre, principalement sous l'effet d'augmentations plus faibles des prix de l'énergie. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a légèrement progressé. La hausse des prix à la production hors énergie s'est encore accélérée en octobre.

Les prix du *Brent* ont encore augmenté depuis la réunion de politique monétaire d'octobre, pour s'établir à 64,8 dollars le 12 décembre. Les prix des matières premières hors pétrole sont en revanche demeurés globalement stables. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro est resté pratiquement inchangé, que ce soit vis-à-vis du dollar ou en termes effectifs nominaux.

Les informations disponibles font état d'un rythme d'expansion économique robuste dans la zone euro. Des conditions de financement favorables ont continué de soutenir la demande intérieure, tandis que les déterminants de la croissance sont de plus en plus auto-entretenus. En outre, l'expansion se généralise progressivement à l'ensemble des pays.

Selon la deuxième estimation d'Eurostat, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'est établie à 0,6 % au troisième trimestre 2017, niveau conforme à l'estimation rapide d'octobre. Une ventilation par composantes révèle que la demande intérieure a constitué le principal facteur de croissance, et que les exportations nettes ont également apporté une contribution positive. La croissance des exportations de la zone euro a été robuste au troisième trimestre, à la faveur d'une solide dynamique des exportations hors zone euro. S'agissant du quatrième trimestre 2017, les données disponibles ont en général surpris favorablement. Les indicateurs de confiance relatifs à l'ensemble des principaux secteurs couverts par l'enquête de la Commission européenne ont été supérieurs à leur niveau moyen et se sont établis au-dessus de 75 % des résultats historiques.

Les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient une croissance du PIB en volume de 2,4 % en 2017, de 2,3 % en 2018, de 1,9 % en 2019 et de 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été nettement revues à la hausse sur l'horizon de projection.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en novembre, après 1,4 % en octobre. Cette légère hausse reflète une accélération de la hausse des prix de l'énergie, compensée à la marge par un léger ralentissement de la progression des prix des produits alimentaires. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 0,9 % en novembre, contre 1,1 % en septembre, mais sans changement par rapport à octobre. Le ralentissement de l'inflation dans le secteur des services enregistré depuis septembre reflète en partie l'effet d'importantes baisses au titre de certains postes de services de l'IPCH. Ces mauvaises surprises, dans la mesure où elles ont exercé une incidence négative sur les taux de croissance annuels des prix des services, impliquent un déplacement vers le bas de la trajectoire de l'inflation sous-jacente à court terme. Plus généralement, les mesures de l'inflation sous-jacente ont fléchi dans l'ensemble ces derniers mois et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'une remontée durable.

La croissance annuelle de la rémunération par tête a atteint des niveaux plus élevés depuis le point bas de 1,1 % enregistré au deuxième trimestre 2016, sous l'effet principalement d'une hausse de la contribution du

glissement des salaires. Plus précisément, au troisième trimestre 2017, le taux de croissance s'est établi à 1,7 %, tandis que la croissance au deuxième trimestre a été revue à la hausse, de 1,6 % à 1,7 %.

Les projections macroéconomiques de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient que l'IPCH s'établira à 1,5 % en 2017, à 1,4 % en 2018, à 1,5 % en 2019 et à 1,7 % en 2020. Par comparaison avec les projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été revues à la hausse pour 2018 mais n'ont pas fait l'objet de révisions pour la suite.

Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont poursuivi leur hausse lente mais régulière. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établit à 1,7 %. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont également augmenté pour les horizons de plus court terme.

Par rapport à la réunion de politique monétaire d'octobre, les conditions de financement sont restées globalement inchangées et demeurent très favorables dans l'ensemble. Les taux d'intérêt de la zone euro ont légèrement baissé depuis cette réunion et la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est un peu aplatie. Selon les estimations, le coût total du financement externe des sociétés non financières (SNF), qui comprend le crédit bancaire ainsi que l'émission d'actions et de dette sur le marché, a légèrement diminué. Le recul observé depuis juillet 2017 s'explique principalement par la baisse du coût des fonds propres.

S'agissant de la monnaie et du crédit, l'agrégat monétaire large M3 a continué de croître à un rythme soutenu en octobre, la croissance annuelle de M3 s'établissant à 5,0 %, niveau autour duquel elle a oscillé depuis le lancement du programme étendu d'achats d'actifs (APP) début 2015. Les sources internes de la création monétaire sont demeurées le principal moteur de la croissance de M3. Les taux de croissance annuels des prêts aux SNF et des prêts aux ménages ont continué d'augmenter au troisième trimestre 2017.

La rentabilité des banques s'est accrue au premier semestre 2017 mais est restée faible, tandis que les progrès réalisés en termes d'assainissement des bilans se sont poursuivis. Les coûts de financement des banques de la zone euro sont restés stables en octobre, à un niveau historiquement bas. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux prêts aux SNF et aux prêts au logement accordés aux ménages sont également restés inchangés en octobre, à un niveau historiquement bas pour ce qui concerne les prêts aux SNF.

S'agissant des politiques budgétaires, les soldes budgétaires ont continué de s'améliorer sous l'effet d'évolutions économiques favorables et de la réduction des paiements d'intérêts. L'orientation budgétaire dans la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre.

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

En résumé, M. Praet a observé que, depuis la réunion de politique monétaire d'octobre, les conditions financières sont demeurées très favorables, en particulier à la lumière de l'amélioration des perspectives macroéconomiques.

Les informations disponibles et les projections de décembre 2017 établies par les services de la BCE indiquent une amélioration significative des perspectives de croissance et la poursuite de l'expansion économique à un rythme supérieur à son potentiel. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont restés équilibrés, avec un risque à la hausse à court terme.

Les tensions sur les prix demeurent faibles et les mesures de l'inflation sous-jacente ont diminué récemment, en partie sous l'effet de facteurs spécifiques.

Dans le même temps, la résorption régulière de la sous-utilisation des capacités productives justifie une confiance accrue dans le fait que des tensions sur les prix s'installeront progressivement. C'est ce qui ressort des projections de décembre établies par les services de la BCE, qui font état d'une convergence progressive de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les avancées sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation continuent de dépendre d'une orientation accommodante de la politique monétaire.

Sur la base de ces considérations, M. Praet a proposé, à ce stade, de confirmer les décisions prises lors de la réunion des 25 et 26 octobre 2017, y compris l'ensemble des indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future de ses taux (*forward guidance*).

En particulier, la communication devra : (a) confirmer les décisions prises en octobre ; (b) souligner que la résorption régulière de la sous-utilisation des capacités productives justifie une confiance accrue dans un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation ; (c) souligner qu'un degré élevé de relance monétaire demeure indispensable pour que l'inflation converge vers l'objectif du Conseil des gouverneurs ; et (d) indiquer que le soutien monétaire continu a été apporté par les achats nets supplémentaires d'actifs, par le stock considérable d'actifs acquis et les réinvestissements à venir, ainsi que par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs.

Pour l'avenir, M. Praet a conclu que, des avancées vers un ajustement durable de l'inflation ayant été réalisées, l'importance relative de cette *forward guidance* pour les taux d'intérêt dans l'ensemble des mesures prises par le Conseil des gouverneurs s'accroîtrait.

## **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 exprimé leur accord avec 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 font état d'une expansion économique solide, généralisée et de plus en plus auto-entretenu, soutenue par des conditions de financement très favorables. Au cours des prochains mois, cette expansion devrait se poursuivre, comme le reflètent les projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, qui comportent une importante révision à la hausse des perspectives de croissance du PIB en volume par rapport aux projections

de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE. Les risques entourant les perspectives d'activité ont été jugés comme restant globalement équilibrés, avec des risques à la hausse à court terme.

En ce qui concerne la demande extérieure, les perspectives se sont encore améliorées depuis la précédente réunion de politique monétaire, les indicateurs récents faisant état d'une expansion économique mondiale de plus en plus robuste et généralisée. L'amélioration des perspectives de la demande extérieure constituent un facteur essentiel à l'origine des révisions à la hausse de la croissance du PIB en volume de la zone euro dans les projections de décembre. La révision à la hausse des perspectives de la demande extérieure reflète une combinaison de nouvelles données meilleures qu'attendu, ayant une incidence sur les chiffres de la croissance en 2017 et, par des effets de report, en 2018, ainsi qu'une évaluation révisée des perspectives à court terme du commerce et de l'activité au niveau mondial. Une certaine prudence a été exprimée quant au second facteur, puisqu'il se fonde en partie sur des appréciations et qu'il convient donc de disposer de nouvelles données pour confirmer cette évaluation positive.

La balance des risques pesant sur la reprise économique mondiale est considérée comme restant orientée à la baisse. Les incertitudes géopolitiques, ainsi que l'incertitude relative aux perspectives de certaines économies importantes, continuent de constituer des risques à la baisse. Cependant, il a également été souligné que certains risques identifiés dans les discussions précédentes semblaient avoir diminué. Par exemple, le scénario d'une guerre commerciale semble moins probable, les négociations liées au Brexit (tout en restant soumises à des risques) ont surmonté un premier obstacle important, et le risque d'un impact négatif significatif de l'appréciation passée de l'euro sur la demande extérieure adressée à la zone euro ne s'est jusqu'à présent pas concrétisé. Un risque à la hausse pourrait résulter de la réforme fiscale américaine, qui pourrait avoir un impact plus important que prévu sur la croissance économique et n'a que partiellement été prise en compte dans les projections de décembre.

S'agissant de la zone euro, les indicateurs récents font état de la poursuite d'une expansion économique robuste et de plus en plus auto-entretenue. La croissance du PIB en volume est ressortie à 0,6 % en rythme trimestriel au troisième trimestre 2017, prolongeant encore une période déjà longue de croissance supérieure au potentiel. Plusieurs indicateurs tirés d'enquêtes se sont encore améliorés, atteignant des records sur plusieurs années ou, dans certains cas, des records absolus depuis le début de la série chronologique. Les marchés du travail ont connu une nouvelle amélioration.

En termes de composantes de la demande intérieure, la croissance de la consommation privée est restée forte, soutenue par la hausse du revenu disponible réel découlant des créations d'emplois et de la faible inflation. Pour l'avenir, il a été noté que les projections de décembre prévoient un rebond du ratio d'épargne des ménages, entraîné par un lissage de la consommation et un désir de reconstituer l'épargne, tandis que l'incertitude et les motifs de précaution semblent reculer et que les rendements de l'épargne restent faibles. L'investissement des entreprises devrait désormais progresser à un rythme supérieur aux moyennes historiques, facilité par les conditions de financement favorables et par l'amélioration de la rentabilité des entreprises, avec les premiers signes d'un retournement du niveau historiquement élevé de l'épargne des entreprises.

L'expansion économique continue d'être soutenue par des conditions financières très favorables. Certains indices des conditions financières ont légèrement diminué, en conformité, notamment, avec le récent aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro, comme l'a souligné M. Cœuré dans son introduction. Les mesures de politique monétaire décidées par le Conseil des gouverneurs en octobre 2017 et leur communication semblent avoir eu une incidence favorable sur les marchés.

Sur la base de ces considérations, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance sur le fait que la reprise économique de la zone euro a maintenant retrouvé des valeurs indiquant une expansion. Les perspectives de croissance ont été révisées à la hausse dans plusieurs exercices de projection successifs, et la révision à la hausse la plus récente figure parmi les plus importantes de l'histoire des projections des services de l'Eurosystème. Il a été remarqué que les perspectives de croissance sont très positives, l'activité économique devant continuer de progresser à des rythmes supérieurs au potentiel sur une période prolongée. Toutefois, une certaine prudence a été exprimée en ce qui concerne les perspectives de croissance à long terme. En particulier, la persistance d'un profil plat de la courbe des rendements dans la zone euro et au niveau mondial, tout en étant influencée par de nombreux facteurs différents, pourrait également s'interpréter comme une indication que les marchés accordent une certaine vraisemblance à un scénario de faiblesse prolongée de la croissance du PIB nominal.

Les risques pesant sur les perspectives d'activité économique ont été considérés globalement équilibrés. Du côté des risques à la hausse, il est possible que la forte dynamique conjoncturelle actuelle se traduise par de nouvelles évolutions plus positives qu'attendu à court terme. Du côté des risques à la baisse, ils proviennent essentiellement de facteurs mondiaux, liés aux incertitudes géopolitiques et politiques actuelles. Il a été souligné que les risques à la baisse découlaient également d'une hausse de l'endettement de certains secteurs dans quelques pays de la zone euro et, de façon plus significative, dans d'autres régions du monde. Par ailleurs, une réévaluation sur les marchés financiers mondiaux, en particulier les marchés obligataires, mais également les marchés des actions et des titres de créance sur les entreprises, pourrait avoir un impact négatif sur les perspectives.

Il a été souligné que l'expansion économique plus forte que prévu renforçait encore la nécessité d'utiliser la présente fenêtre d'opportunité pour remédier résolument aux faiblesses budgétaires et structurelles qui subsistent dans les pays de la zone euro. En outre, l'importance de nouvelles avancées vers le renforcement de l'Union économique et monétaire a été réaffirmée.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est ressortie à 1,5 % en novembre 2017, après 1,4 % en octobre, tandis que les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement fléchi. À court terme, l'inflation totale devrait légèrement diminuer, en raison essentiellement d'effets de base dans les prix de l'énergie. À plus long terme, l'expansion économique en cours et la résorption significative de la sous-utilisation des capacités productives qui y est associée devraient contribuer à une convergence progressive de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Cette évolution se reflète largement dans les projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème.



Au cours de la discussion sur les évolutions récentes de l'inflation, il a été souligné que, tandis que l'inflation totale avait légèrement augmenté, les mesures de l'inflation sous-jacente, telles que la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, avaient été affectées défavorablement par de récentes données négatives qui n'avaient pas été anticipées, en particulier dans les prix des services. Ces évolutions devraient avoir une incidence à la baisse sur les perspectives à court terme de l'inflation sous-jacente. Il a été remarqué que certaines de ces évolutions négatives non anticipées semblaient être de nature temporaire, reflétant des facteurs ponctuels, et ne devraient donc pas affecter la confiance du Conseil des gouverneurs dans le retour progressif de l'inflation vers l'objectif de la BCE à moyen terme. Il a également été souligné que, selon les projections, la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie atteindrait 1,8 % en 2020, soit un niveau sensiblement supérieur à la moyenne constatée avant la crise dans la zone euro. Cependant, il a également été constaté que les récentes évolutions baissières non anticipées impliquaient la persistance d'un écart entre inflation totale et inflation sous-jacente pour un certain temps encore, ce qui est perçu comme un sujet de préoccupation.

Une certaine prudence a été exprimée quant au redressement prévu de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de projection, en ce qui concerne en particulier le rebond supposé de la dynamique des salaires, qui est jusqu'à présent demeuré modeste par rapport aux régularités historiques. Cependant, les dernières données pour le troisième trimestre 2017, ainsi qu'une révision à la hausse des données pour le deuxième trimestre 2017, ont fourni les premiers signes d'une hausse des tensions salariales. Le fait que cette dynamique salariale légèrement plus vigoureuse ait été observée dans différents pays constitue un élément rassurant.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, les mesures tirées d'enquêtes sont restées globalement inchangées depuis la précédente réunion de politique monétaire, tandis que les mesures fondées sur les marchés ont légèrement augmenté. Dans l'ensemble, ces évolutions donnent à penser que les anticipations d'inflation restent largement ancrées. Le risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation a été brièvement discuté. Certains commentaires ont évoqué le caractère peu probable d'une telle évolution, les anticipations d'inflation restant stables et le risque d'un scénario déflationniste ayant pratiquement disparu. Dans le même temps, il a été rappelé que les anticipations d'inflation basées sur les taux des *swaps* au comptant indexés sur l'inflation d'échéance cinq ans et dix ans restaient faibles et que les anticipations pouvaient perdre leur ancrage dans un environnement de faiblesse persistante de l'inflation, dans la mesure où les anticipations de prix s'adaptent et réagissent à l'inflation effective.

Plusieurs observations ont été formulées sur la déconnexion apparente entre les évolutions de l'économie réelle et la dynamique des prix. Il semble que cette déconnexion ait persisté ou se soit même accrue ces derniers mois, la croissance ayant à plusieurs reprises été plus forte que prévu dans la zone euro et la dynamique de l'inflation étant restée largement inchangée ou s'étant avérée plus faible que prévu. Ce phénomène ne s'est pas limité à la zone euro, puisqu'une faible inflation a été observée dans de nombreuses économies avancées, en dépit d'une forte croissance mondiale.

Une large confiance a été exprimée dans le fait que, *in fine*, la poursuite de la résorption de la sous-utilisation des capacités productives devrait entraîner des tensions à la hausse sur les salaires et les prix. Les dernières projections prévoient que l'écart de production sera résorbé dans un avenir proche, plus tôt que prévu.

L'activité économique devant progresser largement au-dessus de son potentiel sur l'horizon de projection, il a été considéré comme très probable que les contraintes de capacité deviennent de plus en plus fortes et entraînent des tensions accrues sur les prix. Il a également été remarqué que les interactions positives entre la croissance économique et les hausses de prix pourraient, une fois établies plus fermement, agir plus rapidement que prévu.

Cependant, comme cela a été discuté lors de précédentes réunions, il a également été souligné que les mesures de l'écart de production devaient être considérées avec prudence. Les concepts d'équilibre (tels que la production potentielle ou le taux de chômage n'accéléral pas l'inflation) sont sujets à une considérable incertitude de mesure. Le niveau des capacités inutilisées restantes pourrait être sensiblement plus important que ne l'indiquent les mesures traditionnelles de la sous-utilisation des capacités. Il a donc été considéré comme important de continuer à examiner des mesures plus larges, tenant compte, par exemple, des travailleurs à temps partiel subi ou des travailleurs découragés, qui indiquent une plus faible utilisation des capacités que les mesures standard de l'écart de production ou du chômage.

Par ailleurs, il a été mentionné que les évolutions technologiques et la mondialisation pourraient avoir diminué le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix de façon plus durable et pourraient également avoir réduit la sensibilité des prix à l'activité économique. Il a été suggéré que la part du panier de l'IPCH réagissant à l'écart de production pourrait être en recul, comme le montrent les indicateurs « *super-core* » de l'inflation sous-jacente.

En ce qui concerne les perspectives des prix à moyen terme, il a été observé que les projections tablent sur une inflation totale de 1,7 % en 2020. Il a également été rappelé que le niveau de l'inflation dépend des hypothèses techniques sous-tendant les projections. En particulier, l'hypothèse relative aux prix du pétrole reflète, malgré une révision à la hausse, une tendance baissière des cours des contrats à terme. Si l'hypothèse reposait en revanche sur des prix constants, l'inflation totale serait légèrement plus élevée en 2020. Dans l'ensemble, il a cependant été souligné que la prudence restait de mise et que l'augmentation projetée de l'inflation restait soumise à une incertitude considérable, avec des signes jusqu'ici insuffisants de tensions haussières auto-entretenues de l'inflation sous-jacente.

Au total, les membres du Conseil ont considéré que l'expansion économique plus forte que prévu, alimentée par les conditions de financement favorables et soutenue par la politique monétaire de la BCE, a renforcé la confiance dans un retour durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. L'inflation sous-jacente demeurant faible, il a toutefois été estimé que la patience et la persévérance demeureraient essentielles pour que la poursuite de la résorption de la sous-utilisation des capacités productives exerce des tensions sur les prix.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance de la monnaie au sens large (M3) est demeurée robuste, 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. En conséquence, l'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large.

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. L'expansion du crédit est restée soutenue par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages dans les différents pays de la zone euro. L'enquête sur l'accès des entreprises au financement pour la période allant d'avril à septembre 2017 a fait état de nouvelles améliorations de la situation financière des entreprises et d'un meilleur accès au financement externe, y compris pour les PME. Il a été remarqué que la croissance des prêts a enregistré une expansion relativement soutenue dans la deuxième plus grande économie de la zone euro et que la hausse de l'endettement, en liaison avec une augmentation de l'activité de fusions et acquisitions et de rachats d'entreprises, a suscité des inquiétudes du point de vue de la stabilité financière. De plus, il a été mentionné que la compression importante et généralisée des coûts du financement de marché devait faire l'objet d'un suivi attentif. Il a toutefois été souligné qu'il fallait remédier aux risques potentiels en termes de stabilité financière par des mesures macroprudentielles adéquates.

#### *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 de M. Praet dans son introduction selon laquelle les dernières données et informations, notamment les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, indiquent un rythme d'expansion économique soutenu ainsi qu'une amélioration significative des perspectives de croissance. La forte dynamique conjoncturelle et la réduction sensible de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie qui en découle ont renforcé la confiance dans la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix sont restées globalement modérées et n'ont pas encore montré de signes convaincants de remontée durable. Dans l'ensemble, l'évaluation a justifié les décisions de politique monétaire prises lors de la réunion d'octobre et confirmé la nécessité persistante d'un degré élevé de soutien monétaire afin de garantir un ajustement durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Les membres du Conseil ont exprimé leur satisfaction quant à la façon dont avaient été compris les motifs ayant amené le Conseil des gouverneurs à opérer un recalibrage de l'APP et les indications fournies dans sa communication. Ces décisions ont réussi à préserver les conditions de financement très favorables qui étaient indispensables pour assurer une convergence durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les conditions de financement globales se sont même légèrement assouplies depuis la réunion d'octobre et, en particulier, les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages sont restées très favorables.

Dans ce contexte, il a été noté que compte tenu de l'amélioration de l'environnement macroéconomique, les conditions de financement favorables s'imposent de plus en plus, soutenant les dépenses d'investissement et la création de crédit. Il a été avancé qu'avec la poursuite de l'expansion économique, un cadre de politique monétaire inchangé deviendrait de plus en plus expansionniste, compte tenu également du stimulus apporté par le stock d'actifs toujours en augmentation au bilan de l'Eurosystème. Il a également été remarqué qu'un décalage semblait apparaître entre des conditions économiques favorables et une orientation de politique

monétaire demeurant dans une configuration de crise. Toutefois, il a également été rappelé que les conditions économiques et financières favorables demeuraient tributaires d'un degré élevé de soutien monétaire et que les perspectives d'évolution des prix à moyen terme jouaient un rôle clé pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire restait appropriée, les évolutions récentes - bien que plus positives que prévu - étant généralement perçues comme justifiant les décisions prises par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de fin octobre. On a largement insisté sur le fait que la confiance dans la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs s'était clairement renforcée depuis la réunion précédente, les indicateurs relatifs à la croissance économique ayant continué d'être meilleurs que prévu et les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème intégrant une nette amélioration des perspectives de croissance. Le profil d'évolution de l'inflation ressortant des projections a également constitué un élément rassurant, l'inflation se rapprochant des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs vers la fin de l'horizon de projection.

Dans le même temps, même si l'on s'attend à ce que la résorption importante de la sous-utilisation des capacités productives génère en fin de compte les tensions sur les prix nécessaires pour que l'inflation se rapproche de l'objectif du Conseil des gouverneurs, cette convergence demeure soumise aux incertitudes entourant, par exemple, l'interprétation du récent recul inattendu des mesures de l'inflation sous-jacente, la mesure de la sous-utilisation des capacités productives et la formation des anticipations d'inflation après une période prolongée de faible inflation. Élément important, la convergence continue de dépendre du soutien continu apporté par l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE actuellement en place.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont largement convenu que le Conseil des gouverneurs devait continuer à faire preuve de patience et de persévérance s'agissant de sa politique monétaire, en maintenant l'orientation actuelle tout en soulignant la confiance accrue dans la réalisation de son objectif d'inflation à moyen terme. Cela implique de confirmer toutes les décisions de politique monétaire prises lors de la réunion de fin octobre s'agissant des taux directeurs de la BCE, des achats nets d'actifs et des réinvestissements, ainsi que les indications sur l'évolution future de ces mesures. À cet égard, on a souligné l'effet d'assouplissement accru exercé par le stock de titres acquis et par la politique de réinvestissement du Conseil des gouverneurs.

S'agissant de la mise en œuvre de l'APP, les membres du Conseil ont salué les résultats montrant l'efficacité du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) pour assouplir les conditions du financement de marché et, ainsi, favoriser la transmission de la politique monétaire. Dans le même temps, ces résultats n'ont présenté que peu d'éléments indiquant des distorsions du fonctionnement du marché ou une éviction du crédit bancaire, qui a, au contraire, continué de s'inscrire sur une trajectoire haussière, notamment pour les PME. De plus, même si les primes de risque ont été fortement réduites sur les marchés des obligations d'entreprises, cela vaut tant pour les obligations éligibles aux achats dans le cadre du programme que pour les obligations non éligibles, ce qui laisse penser que l'impact du CSPP a été neutre pour le marché et que le rééquilibrage des portefeuilles a été efficace dans les différents compartiments du marché.

S'agissant de la communication, un accord a généralement été exprimé avec les propositions de M. Praet, suggérant une continuité globale de la communication du Conseil des gouverneurs à ce stade, tout en soulignant la confiance accrue dans les perspectives d'inflation. Même si quelques membres du Conseil ont rappelé leurs réserves à l'égard de certains éléments des décisions prises lors de la réunion de politique monétaire d'octobre, le bien-fondé d'un maintien du cap en matière de communication a été largement reconnu. Cela signifie confirmer les décisions d'octobre et la communication correspondante, qui a été bien comprise par les intervenants de marché. Des modifications de la communication ont généralement été considérées comme prématurées à ce stade, la prudence restant de mise. Il a été nécessaire d'éviter les signaux susceptibles de déclencher un resserrement injustifié des conditions financières, ceux-ci pouvant mettre en péril les progrès vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs.

Dans le même temps, il a été avancé que la communication devait évoluer progressivement en phase avec l'amélioration des données économiques et un nouvel assouplissement des conditions financières n'a pas été jugé nécessaire. Dans cette perspective, il a été important d'actualiser la *forward guidance* conformément aux données en constante évolution, afin d'éviter des ajustements plus brutaux ou désordonnés par la suite. Il convient de souligner que l'expansion plus forte que prévu de l'économie de la zone euro a encore réduit la probabilité de résultats économiques défavorables et a donc renforcé la confiance du Conseil des gouverneurs dans la réalisation ultérieure de son objectif d'inflation. Plus généralement, il a été rappelé l'accent mis par le Conseil des gouverneurs sur le fait que son approche de la *forward guidance* est dépendante des données. Dans ce contexte, il convenait de souligner que l'amélioration de l'environnement économique a été liée, en partie, aux mesures de politique monétaire de la BCE, qui ont continué de se transmettre à l'économie réelle.

Globalement, il est apparu important de rappeler les décisions de politique monétaire prises en octobre, de souligner l'engagement du Conseil des gouverneurs à respecter son objectif de stabilité des prix et de réaffirmer qu'un degré élevé de relance monétaire demeure indispensable pour que l'inflation converge vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il a été à nouveau souligné que cette relance était apportée par l'ensemble complet des mesures prises par le Conseil des gouverneurs, notamment les achats nets d'actifs supplémentaires décidés en octobre, par le stock important d'actifs acquis et les réinvestissements à venir, et par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs.

Pour l'avenir, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la communication du Conseil des gouverneurs devrait évoluer progressivement, sans modification du séquençage, si l'économie poursuivait son expansion et si l'inflation continuait de converger vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les formulations se rapportant aux différentes dimensions de l'orientation de politique monétaire et à la *forward guidance* pourraient être revues en début d'année prochaine. En particulier, au fur et à mesure des avancées vers un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation, l'importance relative des indications sur l'évolution future des taux directeurs augmenterait, comme suggéré par M. Praet dans son introduction. Dans cette perspective, le cadre de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs évoluerait naturellement, conformément au séquençage établi entre l'APP et les indications sur l'évolution des taux d'intérêt. Il a été suggéré que la communication du Conseil des gouverneurs devrait être ajustée progressivement au fil du temps afin d'éviter

des évolutions soudaines et injustifiées des conditions financières. À cet égard, il a également été jugé nécessaire d'examiner comment passer progressivement de la conditionnalité actuelle centrée sur les achats nets dans le cadre de l'APP à un concept plus large de *forward guidance* recouvrant différentes dimensions de l'orientation de politique monétaire. Quoi qu'il en soit, il a été rappelé que même lorsque les achats nets auront cessé, l'orientation de la politique monétaire resterait très accommodante *via* le stock d'actifs acquis accumulés, les réinvestissements futurs et la *forward guidance* sur les taux directeurs, qui continueraient d'accompagner le cycle économique et l'évolution de l'inflation sur une trajectoire d'ajustement durable.

#### *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 demeureraient 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.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats au titre de l'APP se poursuivraient au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusque fin décembre 2017 et, qu'à partir de janvier 2018, il continuerait d'effectuer des achats nets d'actifs à hauteur de 30 milliards d'euros par mois jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme. L'Eurosystème procédera au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la fin de ses 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.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171214.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171214.fr.html>

## Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 13-14 décembre 2017

### **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. Rimšēvičs  
M. Smets  
M. Stourmaras  
M. Vasiliauskas  
M. Vella\*  
M. Villeroy de Galhau  
M. Visco  
M. Weidmann

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 2017 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

### **Autres participants**

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

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

**Personnes accompagnantes**

M. Alves  
M. Bradeško  
Mme Buch  
M. Demarco  
M. Gaiotti  
M. Hernández de Cos  
M. Kaasik  
Mme Konečná  
M. Kuodis  
Mme Le Lorier  
M. Mooslechner  
Mme Phelan  
M. Rutkaste  
M. Schoder  
M. Stavrou  
M. Swank  
M. Tavlas  
M. Välimäki  
M. Wunsch

**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 22 février 2018.