



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

23 novembre 2017

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 25 et le jeudi 26 octobre 2017

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

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 6 et 7 septembre 2017, un sentiment positif a persisté sur les marchés financiers. Deux facteurs principaux semblent avoir déterminé les corrélations de prix relatifs entre les différents actifs : premièrement, le rétablissement de la thématique d'investissement fondée sur le retour de l'inflation (*reflation trade*), qui a largement poussé à la hausse les taux d'intérêt à long terme, les actions et le dollar ; et, deuxièmement, le fait que la zone euro soit protégée dans une certaine mesure des tensions à la hausse sur les rendements, principalement en raison d'anticipations du maintien d'une orientation monétaire accommodante par la BCE.

Au cours des dernières semaines, le repli global des rendements obligataires souverains qui avait été enregistré durant l'été s'est inversé. Ce phénomène mondial s'est traduit par une réévaluation substantielle sur le marché des bons du Trésor américain. Les rendements des bons du Trésor américain à dix ans ont augmenté de 35 points de base environ depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre.

Le marché des obligations souveraines de la zone euro n'a été touché que de façon limitée par cette inversion globale de l'évolution des rendements à l'échelle mondiale, en dépit de la corrélation habituelle observée entre le rendement des bons du Trésor américain à dix ans et celui de l'emprunt public allemand à dix ans. Les rendements obligataires souverains dans la zone euro n'ont pas enregistré de forte hausse depuis fin septembre 2017 et la volatilité de marché est demeurée très faible. Il y a eu sur les marchés un large consensus selon lequel les achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) seraient prolongés jusqu'en 2018 et les écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro se sont généralement resserrés en octobre.

En ce qui concerne les anticipations relatives à la politique monétaire aux États-Unis, après la réunion du Comité fédéral de l'*open market* qui s'est tenue en septembre, la probabilité d'un relèvement des taux en décembre 2017 est passée de 25 % à près de 90 %. Au Royaume-Uni également, les anticipations relatives aux taux d'intérêt ont été réévaluées après la publication du compte rendu de la réunion du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre le 14 septembre 2017. D'après le compte rendu, les membres du comité ont estimé en majorité que le retrait de certaines mesures de soutien monétaire serait probablement approprié au cours des prochains mois.

Dans la zone euro, aucun changement significatif des anticipations des marchés concernant les taux directeurs de la BCE n'a été constaté. Un premier relèvement de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt continue d'être pris en compte dans les cours pour le début du deuxième trimestre 2019. Cela confirme

que les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*) ont favorisé un très bon ancrage des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro, en dépit des anticipations changeantes des marchés concernant la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et au Royaume-Uni.

Le raffermissement des perspectives de croissance aux États-Unis, ainsi que les anticipations divergentes entre la zone euro et les États-Unis concernant la politique monétaire, ont également eu un impact sur les marchés boursiers et de change au niveau mondial. Les prix des actions ont continué d'augmenter dans le monde entier et le large raffermissement du dollar par rapport à la plupart des autres devises confirme que les évolutions aux États-Unis, du point de vue de la politique monétaire et des perspectives budgétaires, ont dominé récemment le sentiment de marché.

M. Cœuré a fait remarquer que les investisseurs en actions tentaient à présent de gérer l'arbitrage entre la quête de rendement et les risques liés à des valorisations sous tension. Les dernières enquêtes menées auprès des gestionnaires de fonds suggèrent une augmentation des sorties sur les marchés boursiers américains et la poursuite d'entrées sur les marchés boursiers de la zone euro, au Japon et sur les marchés émergents, notamment en Asie. En Europe, les données de balance des paiements confirment également cette diversification au détriment du marché américain et en faveur du reste du monde avec, notamment, la poursuite d'entrées nettes sur les marchés boursiers européens.

La volatilité, exprimée en écart type par rapport à des moyennes historiques sur 18 ans, s'est atténuée encore plus au cours des dernières semaines sur l'ensemble des catégories d'actifs, de sorte qu'elle s'établit désormais à des niveaux constatés à quelques reprises seulement au cours des 18 dernières années.

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, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une croissance mondiale stable au troisième trimestre 2017. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale est demeuré inchangé en septembre, à un niveau proche de sa moyenne de long terme.

La reprise mondiale a continué de montrer des signes de synchronisation. Une généralisation analogue de la dynamique du commerce mondial a été observée ; d'après les dernières données mensuelles, le commerce mondial a connu un rebond, après s'être ralenti au deuxième trimestre 2017. Les indicateurs avancés ont continué d'indiquer des perspectives positives à court terme.

L'inflation mondiale a augmenté en août. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE a atteint 2,2 % sous l'effet de l'augmentation des prix de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est restée stable, à 1,8 %. La hausse des prix à la production hors produits alimentaires et énergie s'est accentuée récemment au niveau mondial, ce qui pourrait signaler des tensions inflationnistes en amont.

Les prix du *Brent* se sont inscrits en hausse depuis mi-2017, s'établissant à 58,1 dollars le baril le 24 octobre. Au cours de la même période, l'euro s'est déprécié de 1,1 % vis-à-vis du dollar, demeurant cependant globalement stable en termes effectifs nominaux par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. La volatilité des taux de change s'est atténuée.

S'agissant de la zone euro, l'expansion économique est demeurée solide. La croissance trimestrielle du PIB de la zone euro au deuxième trimestre 2017 a été revue à la hausse, de 0,6 % à 0,7 %, principalement en raison d'effets d'arrondi. La hausse de la production a concerné l'ensemble des pays. Les données disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre ont été généralement meilleures que prévu. Les conditions de financement favorables et la stabilité des revenus, ainsi que la croissance des bénéfices, ont continué de soutenir la demande intérieure, sur fond de poursuite du redressement du marché du travail.

Pour la suite, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la dynamique de croissance au second semestre 2017. D'après les enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs, les niveaux de confiance dans l'ensemble des principaux secteurs économiques de la zone euro sont actuellement très supérieurs à leurs moyennes historiques. La confiance dans les secteurs du commerce de détail et des ménages est particulièrement élevée, s'établissant à présent au-dessus du 90^e percentile, ce qui est le signe d'une forte dynamique de consommation au troisième trimestre 2017. L'utilisation des capacités de production continue également d'augmenter dans le secteur manufacturier et les entreprises mentionnent de plus en plus les pénuries de main-d'œuvre et d'équipements comme une contrainte pesant sur la production. En outre, les indicateurs font état d'une poursuite du rebond des exportations de la zone euro, la plus forte demande étrangère contrebalançant l'appréciation de l'euro. L'examen des prévisions publiées par d'autres institutions publiques et privées montre que les récentes révisions apportées aux perspectives de croissance de la zone euro ont été positives.

S'agissant des évolutions de prix, l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro s'est établie à 1,5 % en septembre, sans changement par rapport à août, mais demeurant inférieure à sa moyenne de long terme (1,7 %) depuis 1999. Hors alimentation et énergie, la hausse de l'IPCH s'est légèrement ralentie, revenant de 1,2 % en août à 1,1 % en septembre. De nouveaux éléments indiquent qu'un grand nombre de mesures de l'inflation sous-jacente se sont légèrement inscrites en hausse, mais elles doivent encore montrer davantage de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse. La plupart des mesures indiquent clairement une inflation sous-jacente plus élevée au cours des derniers mois qu'à la fin de 2016.

D'après les données récentes, la croissance des salaires s'est accentuée. Eurostat a révisé à la hausse la croissance de la rémunération par tête au premier trimestre 2017, de 1,2 % à 1,5 %. Au deuxième trimestre, la croissance annuelle de la rémunération par tête s'est accentuée, passant à 1,6 %. Depuis le creux (1,1 %) qu'elle avait atteint au deuxième trimestre 2016, elle a augmenté de façon continue.

S'agissant des anticipations d'inflation, les résultats de l'enquête d'octobre menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2017 font état d'anticipations d'inflation moyennes de 1,5 %, 1,4 % et 1,6 % pour 2017, 2018 et 2019, respectivement, sans changement par rapport au trimestre

précédent. Les anticipations d'inflation moyennes à plus long terme (pour 2022) ont été revues légèrement à la hausse, à 1,9 %. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en hausse constante depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans affichant une légère hausse, à 1,65 %.

Les conditions financières se sont légèrement assouplies depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre, principalement sous l'effet d'une hausse des prix des actions. Depuis cette réunion, les prix des actions dans la zone euro ont été soutenus par un raffermissement du climat économique et par une atténuation des tensions géopolitiques. Par rapport aux évolutions historiques, les valorisations d'actions de la zone euro n'ont montré aucune tension excessive.

Les conditions de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro sont demeurées très favorables dans l'ensemble. Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire et l'émission d'actions et de dette sur le marché, a encore diminué.

S'agissant de la monnaie et du crédit, les dernières données confirment la robustesse de la croissance monétaire. Le redressement progressif de la croissance des prêts consentis au secteur privé non financier s'est poursuivi. Le financement bancaire et le coût de l'emprunt sont demeurés favorables. D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le troisième trimestre 2017, les critères d'octroi des banques se sont assouplis pour les prêts aux ménages, tandis qu'ils sont restés globalement inchangés pour les prêts aux entreprises. La demande de prêts a continué d'augmenter pour toutes les catégories de prêts.

S'agissant des politiques budgétaires, la principale information depuis la réunion de politique monétaire de septembre concerne la présentation à la Commission européenne des projets de plans budgétaires 2018. L'évaluation préliminaire de l'impact de ces plans indique une orientation budgétaire plus expansionniste en 2018.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 6 et 7 septembre, les conditions financières sont restées globalement stables dans l'ensemble, tandis que la volatilité du taux de change s'est en partie atténuée. Dans le même temps, les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages sont demeurées très favorables.

Les informations disponibles vont dans le sens d'une poursuite de l'expansion économique solide au second semestre 2017. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont restés globalement équilibrés, avec un risque à la hausse à court terme.

Toutefois, les évolutions de l'inflation sont demeurées modérées. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté modérément depuis le début de 2017, même si elles doivent encore montrer davantage de signes

convaincants de remontée durable. En outre, la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs continue de dépendre d'une orientation significativement accommodante de la politique monétaire.

Conformément aux indications concernant l'évolution de l'APP, une extension du programme était justifiée. Le recalibrage a dû prendre en compte le fait que le degré de soutien monétaire était également déterminé par le stock de titres acquis avec les réinvestissements à venir, ainsi que par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*).

Trois dimensions importantes ont été examinées dans le cadre du recalibrage de l'APP : le rythme, l'horizon et l'optionalité.

S'agissant de la première dimension, le rythme, l'amélioration des perspectives économiques a renforcé la confiance dans la convergence graduelle de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Un ralentissement des achats d'actifs est donc apparu nécessaire.

En ce qui concerne la deuxième dimension, l'horizon temporel, il est nécessaire de faire preuve de persévérance et de patience dans la conduite de la politique monétaire pour aviver peu à peu les tensions inflationnistes sous-jacentes. Cela signifie un horizon suffisamment long pour les achats nets supplémentaires. Élément important, cela permettrait également d'ancrer les anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme sur une période plus longue, renforçant ainsi les indications sur la trajectoire future des taux directeurs.

S'agissant de la troisième dimension, l'optionalité, compte tenu de l'évaluation actuelle des progrès vers l'objectif d'inflation, il serait prématuré de fixer une date de fin pour les achats nets d'actifs. Conserver la possibilité de recalibrer l'APP, si nécessaire, est cohérent avec les indications concernant l'évolution de l'APP.

Sur la base de ces considérations, M. Praet a proposé de prolonger les achats nets d'actifs à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, pendant neuf mois jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire ; de ne pas modifier les indications sur la trajectoire future des taux directeurs et sur l'évolution de l'APP ; et de clarifier les indications sur les réinvestissements, en déclarant que les remboursements au titre du principal dans le cadre de l'APP seraient réinvestis pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire.

S'agissant de la communication, il était important (a) de signaler la dynamique de croissance persistante de l'économie de la zone euro, la dynamique de l'inflation étant elle restée modérée ; (b) de souligner que les progrès vers l'objectif d'inflation continuaient de nécessiter une orientation significativement accommodante de la politique monétaire ; (c) de mettre l'accent sur le fait que le prolongement des achats nets d'actifs au rythme mensuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, reflétait la confiance croissante dans la convergence progressive des taux d'inflation vers l'objectif de la BCE, tout en soutenant, dans le même temps, le renforcement progressif des tensions inflationnistes sous-jacentes ; (d) de confirmer les indications fournies sur l'évolution future des taux directeurs et de l'APP ; (e) d'indiquer que le Conseil des gouverneurs continuerait de réinvestir les remboursements au titre 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 ; et (f) d'insister sur le fait que les achats nets supplémentaires d'actifs, le stock de titres acquis et les réinvestissements à venir, ainsi que la *forward guidance* sur les taux d'intérêt apporteraient la relance monétaire nécessaire pour une convergence durable de l'inflation vers l'objectif de la BCE.

En complément des considérations exprimées par M. Praet, M. Cœuré a présenté une proposition visant à prolonger la période minimale au cours de laquelle la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions serait appliquée pour toutes les opérations de refinancement régulières, l'horizon actuel allant jusqu'à la dernière période de constitution des réserves de 2017, qui s'achèvera le 20 janvier 2018. M. Cœuré a ajouté que l'application aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois de la procédure d'appels d'offres au taux moyen de l'opération principale de refinancement devrait également être réaffirmée pour le même horizon nouvellement défini, à savoir jusqu'à la dernière période de constitution des réserves de 2019.

De plus, M. Cœuré a présenté une proposition pour accroître la transparence de l'APP en ce qui concerne les remboursements et leurs réinvestissements, ainsi que les contributions du secteur privé. Il a été proposé de publier les montants mensuels estimés des remboursements pour chacune des quatre composantes de l'APP, sur une période de douze mois glissants, ainsi que le montant des remboursements effectifs du dernier mois. Cela débiterait avec la publication du prochain ensemble de données mensuelles sur l'APP le 6 novembre 2017. De plus, les données historiques sur les remboursements effectifs depuis le début de l'APP seraient publiées afin que les intervenants de marché aient une vision complète du profil des remboursements.

En outre, trois aspects devaient être soulignés. Premièrement, le fait que les montants publiés des achats mensuels deviendraient probablement plus volatiles par rapport à la clé de répartition du capital de la BCE, en raison de la flexibilité accordée aux BCN et à la BCE par le Conseil des gouverneurs pour étaler les réinvestissements des remboursements. Deuxièmement, en règle générale, les réinvestissements réalisés dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public interviendraient dans la même juridiction que celle des remboursements du principal, au moins jusqu'à la fin de la période des achats nets. Enfin, les volumes d'achats effectués dans le cadre des trois programmes d'achats d'actifs du secteur privé resteraient importants et ces programmes ne seraient pas ajustés de manière strictement proportionnelle à la réduction globale de l'APP.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement 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. D'après les données et les résultats d'enquêtes récents, l'expansion économique est restée solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, confortant les perspectives de croissance positives intégrées dans les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE. Les données disponibles vont dans le sens d'une dynamique de croissance plus forte que prévu au second semestre de l'année. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro ont été jugés comme étant restés globalement équilibrés.

Lors de l'examen plus détaillé des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil des gouverneurs ont reconnu que l'activité économique mondiale s'améliorait, la reprise montrant de nouveaux signes de synchronisation. En particulier, l'amélioration dans les économies de marché émergentes a été mise en avant. Dans ce contexte, il a été souligné que le commerce mondial avait enregistré récemment des taux de croissance supérieurs à ceux de l'activité mondiale. Il a également été noté que les économies de marché émergentes apportaient une contribution significative aux évolutions des prix à la production au niveau mondial. Plus généralement, l'inflation mondiale s'est légèrement accélérée. Globalement, toutefois, la balance des risques pesant sur les perspectives économiques mondiales à moyen terme a été jugée comme restant orientée à la baisse. Cela reflète, entre autres, la possibilité d'ajustements des bilans dans plusieurs économies de marché émergentes ; les incertitudes relatives aux choix de politique macroéconomique aux États-Unis et leurs éventuelles répercussions sur l'économie mondiale ; ainsi que plusieurs incertitudes au sein de l'Europe, notamment celles entourant la sortie du Royaume-Uni de l'UE.

En ce qui concerne les évolutions du taux de change de l'euro, les membres du Conseil des gouverneurs ont pris note de l'atténuation de la volatilité du taux de change depuis leur réunion de politique monétaire de septembre, même si elle reste considérée comme un risque à la baisse. Les mouvements récents ont été jugés comme résultant principalement des évolutions aux États-Unis, plutôt que de chocs provenant de la zone euro.

S'agissant de la zone euro, les membres ont été d'accord pour estimer que les indicateurs récents apportaient une nouvelle confirmation que la croissance était de plus en plus robuste et généralisée, et qu'elle avait été de nouveau généralement plus forte qu'attendu. La croissance du PIB en volume a été légèrement revue à la hausse au deuxième trimestre 2017, ressortant à 0,7% en rythme trimestriel. Les données d'enquêtes continuent d'indiquer une croissance solide pour la période à venir, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production étant nettement au-dessus de leurs moyennes de long terme et se situant actuellement à des niveaux supérieurs à, ou proches de leurs pics d'après crise. Les ménages et les entreprises se sont montrés très optimistes quant à l'économie et à ses perspectives, laissant penser que la dynamique de la croissance devrait demeurer soutenue. Compte tenu des résultats récents meilleurs qu'attendu pour l'activité économique, les membres du Conseil des gouverneurs ont envisagé la possibilité que la croissance du PIB en volume au second semestre 2017 soit également plus élevée que prévu précédemment. De plus, les informations disponibles semblent valider l'approche prudente adoptée par les services de la BCE dans les projections de

septembre 2017 s'agissant des éventuels effets négatifs de l'appréciation antérieure de l'euro sur la croissance et l'inflation.

Il a été rappelé que les marchés du travail s'étaient encore améliorés, avec environ sept millions d'emplois créés depuis le début de la reprise. Même si le taux de chômage de la zone euro est resté inchangé en août, à 9,1 %, il se situait à son plus bas niveau depuis début 2009. Il a été fait référence à des données d'enquêtes indiquant des tensions naissantes sur les marchés du travail. Il a été souligné que les entreprises considéraient moins la faiblesse de la demande comme un facteur freinant l'activité. Il a été indiqué que l'expansion économique se poursuit depuis 17 trimestres consécutifs et que l'écart de production se resserre régulièrement, les taux de croissance effectifs dépassant la croissance potentielle depuis un certain temps.

Les progrès du désendettement du secteur privé dans la zone euro sont perçus comme un facteur positif supplémentaire contribuant au caractère durable de l'expansion en cours. En particulier, contrairement aux données concernant l'ensemble des pays du G20 présentées récemment par le FMI dans son *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* d'octobre 2017, il a été noté que les ratios d'endettement des ménages et des entreprises de la zone euro ont poursuivi leur baisse. Cependant, la dynamique de l'endettement a été considérablement différente selon les pays de la zone euro.

S'agissant des principales composantes de la demande, la croissance de la consommation privée est restée forte, soutenue par la progression en cours de l'emploi et du revenu disponible. La reprise de l'investissement des entreprises continue de bénéficier des conditions de financement très favorables, ainsi que de l'amélioration de la rentabilité des entreprises. Les investissements dans la construction se sont également renforcés. Dans le même temps, les exportations de la zone euro sont soutenues par la reprise mondiale généralisée, malgré l'effet modérateur de l'appréciation antérieure de l'euro.

De plus, les programmes budgétaires de plusieurs pays, qui suggèrent une orientation légèrement plus expansionniste, ont été mentionnés comme une raison d'anticiper une croissance plus élevée à moyen terme.

Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme restant globalement équilibrés. D'une part, il existe quelques risques à la hausse sur l'activité associés à la forte dynamique conjoncturelle, reflétée par les récentes données d'enquêtes, qui pourraient se traduire par de nouveaux développements plus positifs qu'attendu en matière de croissance. D'autre part, les risques à la baisse continuent d'être liés essentiellement à des facteurs mondiaux et aux évolutions sur les marchés des changes.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Dans les mois à venir, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation globale devraient diminuer temporairement vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base négatifs relatifs aux prix de l'énergie. La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a légèrement fléchi, à 1,1 % en septembre 2017, après 1,2 % en août et en juillet.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, même si les mesures de l'inflation sous-jacente au sein de la zone euro ont augmenté modérément ces derniers mois, elles restent globalement à des niveaux

faibles, malgré les évolutions favorables de la croissance. En outre, il n'y a pas encore suffisamment de signes convaincants d'une convergence soutenue vers des niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation de la BCE. Cependant, l'inflation sous-jacente devrait continuer d'augmenter graduellement à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives et l'accélération de la hausse des salaires. En particulier, il a été suggéré que les informations positives disponibles concernant l'activité fournissaient la base d'une confiance accrue quant aux perspectives de référence de l'inflation. Il a été noté que les mesures de l'inflation sous-jacente étaient demeurées stables en dépit de l'appréciation précédente de l'euro. Il n'y a pas encore de signes que la baisse des prix des biens de consommation importés, résultant de cette appréciation, se répercute sur les prix à la production intérieurs. Dans le même temps, les évolutions modérées de l'inflation peuvent être considérées comme indiquant que les capacités inutilisées demeurent importantes sur les marchés du travail et des produits. En outre, même si les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté, elles restent inférieures à ce qui paraît conforme à l'objectif d'inflation de la BCE.

La hausse des salaires, reflétée par les augmentations annuelles de la rémunération par tête, affiche désormais une tendance haussière, ressortant à 1,6 % au deuxième trimestre 2017, après les révisions à la hausse des données publiées précédemment. Les tensions sur les coûts devraient augmenter progressivement à mesure que l'expansion économique se poursuit, même si la dynamique des salaires est encore considérée comme relativement atone.

Les membres du Conseil ont de nouveau attiré l'attention sur l'écart entre l'expansion de l'activité économique actuellement en cours et la dynamique relativement modérée de l'inflation et des salaires, écart qui a également été observé dans d'autres grandes économies. Plusieurs facteurs explicatifs ont précédemment été avancés pour justifier cet écart, notamment le rôle des chocs extérieurs sur les prix, le sous-emploi plus important sur le marché du travail et les retards constatés dans le processus de formation des salaires et des prix. Cependant, des craintes ont de nouveau été exprimées quant à la possibilité d'une modification du processus d'inflation pouvant entraîner une plus grande persistance de taux d'inflation faibles, en raison notamment du niveau de sous-utilisation des capacités mondiales, des effets de la numérisation sur l'activité du commerce de détail et des modifications structurelles sur le marché du travail. Il a été jugé important de continuer à surveiller dans quelle mesure ces différents facteurs pourraient être temporaires ou plus durables, et susceptibles de revêtir une nature plus structurelle.

Les membres du Conseil ont également fait référence aux évolutions récentes des anticipations d'inflation. Les mesures à long terme, fondées sur les marchés et tirées d'enquêtes, sont relativement stables. Selon l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2017, les anticipations d'inflation à cinq ans ont légèrement augmenté, ressortant à 1,9 % contre 1,8 % lors de la précédente enquête, tandis que le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans se situe actuellement légèrement au-dessus du niveau observé avant la réunion de politique monétaire de septembre du Conseil des gouverneurs. Il a été considéré que le risque de déflation et le risque associé d'une perte d'ancrage des anticipations avaient largement disparu. Dans le même temps, des inquiétudes ont de nouveau été exprimées

selon lesquelles une période prolongée de faible inflation pourrait se répercuter sur la fixation des prix et des salaires, avec des conséquences négatives durables.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont continué de souligner que, tandis que l'expansion économique en cours augmentait la confiance dans le renforcement progressif de la dynamique de l'inflation, il était encore nécessaire de faire preuve de patience, de persévérance et de prudence, car ce processus devrait prendre du temps et continue de dépendre de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La monnaie au sens large (M3) a poursuivi son expansion à un rythme vigoureux qui reflète essentiellement, comme au cours des mois précédents, la croissance de ses 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.

Cette nouvelle expansion du crédit est restée soutenue par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages, qui sont demeurés aux points bas historiques ou proches de ces niveaux, et par un nouvel assouplissement des conditions du crédit. Il a été fait référence à la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui montre qu'au troisième trimestre 2017, les critères d'octroi des banques se sont encore assouplis pour les prêts aux ménages, tandis qu'ils sont restés globalement inchangés pour les prêts aux entreprises. Les conditions générales des banques pour de nouveaux prêts ont également continué de se relâcher dans toutes les catégories. Par ailleurs, la croissance des prêts a continué d'être soutenue par une forte demande pour toutes les catégories de prêts. Cependant, il a également été observé que, dans une perspective prudentielle, la prudence était de mise quant aux implications des conditions de crédit très souples et des taux débiteurs faibles sur la capacité des banques à évaluer et à prendre en compte correctement le risque de crédit.

Tous ces éléments suggèrent que la transmission des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 se poursuit et apporte un soutien significatif aux conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages, à l'accès au financement et aux flux de crédits dans la zone euro. Dans ce contexte, il a été souligné que les mesures de politique monétaire ont particulièrement bien réussi à favoriser les prêts accordés aux petites et moyennes entreprises (PME), tandis que les entreprises plus grandes ont été moins tributaires du crédit bancaire en raison des conditions de financement très favorables sur les marchés, soutenues par les achats réalisés par la BCE dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les résultats de la récente enquête sur la distribution du crédit bancaire indiquent que les volumes de prêts des banques s'orientent de plus en plus vers les PME.

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 la poursuite de l'expansion solide et généralisée de l'économie de la zone euro, dans un contexte de conditions de financement favorables, a clairement renforcé

la confiance dans une évolution ultérieure de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation à moyen terme de la BCE. Dans le même temps, la dynamique de l'inflation est restée modérée, les anticipations d'inflation à plus long terme apparaissant encore relativement éloignées de l'objectif d'inflation et la reprise de l'inflation dépendant encore de conditions monétaires favorables. Par conséquent, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'un degré élevé de relance monétaire demeurerait indispensable pour ramener durablement les taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Dans le même temps, on a fait valoir que l'amélioration des perspectives et la confiance dans le rapprochement de l'inflation de l'objectif du Conseil des gouverneurs étaient en phase avec une utilisation moins intensive des instruments spécifiques de politique monétaire.

La série de mesures proposées est généralement considérée comme appropriée pour fournir la relance nécessaire en vue de renforcer les tensions inflationnistes sous-jacentes, soutenant l'inflation totale à moyen terme, notamment afin d'éviter la validation d'anticipations d'inflation inférieures aux niveaux conformes à l'objectif d'inflation. Dans le même temps, un recalibrage prudent et progressif est nécessaire dans un environnement économique plus favorable, conformément à la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs, comme cela a été montré à de précédentes occasions lorsque le rythme de l'APP a été ajusté à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution des données.

Dans ce contexte, il a été souligné que le recalibrage préconisé pour l'APP à partir de la fin de l'année est conforme aux anticipations actuelles des marchés et n'entraînera donc probablement pas de variations significatives des prix des actifs financiers. Il a toutefois été rappelé que les décisions de politique monétaire doivent s'appuyer fermement sur le diagnostic du Conseil des gouverneurs concernant les mesures à prendre pour atteindre son objectif à moyen terme, sans conférer un poids excessif aux anticipations des marchés qui pourraient être, elles-mêmes, très sensibles à la communication de la banque centrale.

Compte tenu de ce qui précède, une grande majorité des membres s'est prononcée en faveur de la proposition faite par M. Praet dans son introduction. Ce recalibrage recouvre un prolongement des achats nets d'actifs, au rythme mensuel de 30 milliards d'euros, pendant 9 mois jusque fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire ; une confirmation des indications fournies sur l'évolution future des taux directeurs et de l'APP ; et une clarification des indications sur le réinvestissement des remboursements au titre du principal. Lors de l'examen de cette proposition, divers points de vue ont été exprimés sur des éléments spécifiques.

S'agissant du rythme, l'opinion a été émise qu'une réduction des achats mensuels réalisés dans le cadre de l'APP allait dans le sens d'un plus fort impact d'un flux donné d'achats nets, reflétant le stock croissant d'actifs acquis et une raréfaction des obligations encore disponibles sur le marché. L'Eurosystème ayant déjà acquis un stock important d'actifs, qui se renforcera encore au cours des mois à venir et sera maintenu grâce à des réinvestissements aussi longtemps que nécessaire, la politique monétaire demeurera expansionniste même avec un rythme mensuel d'achats plus lent. Il a également été avancé, néanmoins, que les programmes d'achats d'actifs risquaient de voir leurs rendements diminuer, en raison de l'amélioration des conditions de marché, de l'économie et des perspectives d'inflation au fil du temps.

Dans ce contexte, des préférences ont été initialement exprimées en faveur d'une plus faible enveloppe globale d'achats prévus au titre de l'APP, ainsi qu'en faveur d'un rythme mensuel d'achats différent pour une enveloppe donnée prévue. D'une part, il a été indiqué qu'un volume d'achats mensuels plus élevé à partir de janvier 2018 s'accompagnerait d'une réduction plus graduelle du rythme des achats, limitant ainsi le risque d'effets dommageables, qui pourrait résulter d'une diminution trop brutale du volume des achats. En revanche, des préférences ont également été exprimées initialement en faveur d'un rythme mensuel d'achats plus lent à compter de début 2018, ou d'une tendance à la diminution des achats à partir de janvier 2018, autant d'options considérées comme plus adaptées à la réalisation d'achats d'actifs sur un horizon prolongé, ou à l'exercice d'options figurant dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, dans le cadre des paramètres fixés pour le traitement des achats d'actifs.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que la réduction préconisée pour revenir à un volume d'achats mensuels de 30 milliards d'euros peut être considérée comme appropriée. Ce ralentissement du rythme des achats reflète en premier lieu la confiance croissante dans la convergence progressive de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs. Même si le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire reste nécessaire, la robustesse de la dynamique de croissance, le caractère très favorable de la situation sur les marchés financiers et des conditions de financement, la dissipation des risques de déflation et l'amorce d'une intensification des tensions inflationnistes ont constitué des arguments de poids en faveur d'une réduction de l'intensité des achats mensuels.

S'agissant de l'horizon des achats, les membres du Conseil se sont largement accordés sur la proposition de prolongement de neuf mois. Si la dynamique forte et généralisée de l'économie a nettement renforcé la confiance du Conseil des gouverneurs dans un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil doit continuer à faire preuve de patience et de persévérance afin de maintenir l'orientation accommodante nécessaire face à des incertitudes persistantes. Les membres du Conseil ont considéré qu'un horizon de neuf mois supplémentaires était suffisamment long pour garantir une relance plus durable, favorisant une hausse graduelle de l'inflation, au regard également du profil d'évolution en V prévu pour l'inflation et de la présence de facteurs structurels empêchant une reprise plus soutenue de l'inflation. À cet égard, l'horizon envisagé pour les achats a permis de souligner l'engagement du Conseil des gouverneurs à respecter son objectif de stabilité des prix et signifie également une présence prolongée sur les marchés eu égard à d'éventuels chocs futurs.

De plus, il a été remarqué que dans l'environnement économique et financier actuel, plus favorable, les investisseurs sont probablement devenus plus patients et déprécient moins fortement les achats futurs, ce qui soutient l'efficacité d'un programme d'achats destiné à être mis en œuvre avec des volumes plus faibles durant une période plus longue.

Enfin, l'étalement des achats d'obligations sur un horizon plus long a également été considéré comme ayant d'importantes implications pour les anticipations relatives aux taux directeurs au travers de l'ordonnancement qu'on retrouve dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, qui a fourni jusqu'à présent un point

d'ancrage utile pour les anticipations des marchés relatives à l'évolution future des taux directeurs. Sur cette base, une durée de vie plus longue pour les achats nets d'actifs devrait encore renforcer les indications du Conseil des gouverneurs sur l'évolution future des taux directeurs, améliorant ainsi la nécessaire relance monétaire en ancrant les anticipations relatives aux taux « bien au-delà » de la fin des achats nets d'actifs. Cela étant, une certaine prudence a été exprimée concernant un horizon trop long, qui pourrait être perçu comme limitant indûment la flexibilité dont dispose le Conseil des gouverneurs pour répondre de manière appropriée à des données en constante évolution.

Des arguments ont également été avancés en faveur d'autres horizons d'achats. D'une part, il a été noté qu'il était possible d'utiliser la reprise économique très solide pour justifier le choix d'un horizon d'achats plus court et, ainsi, d'une sortie progressive potentiellement plus rapide des achats d'actifs dans le futur. D'autre part, la reprise très graduelle attendue de l'inflation au cours des prochaines années, avec un profil en V dans la première partie de la période, plaide en faveur d'un horizon d'achats un peu plus long, apportant ainsi un soutien prolongé de la politique monétaire afin d'accompagner l'ajustement durable de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs.

S'agissant de l'optionalité, différentes positions ont été exprimées visant à déterminer si une formulation dénuée de limitation dans le temps et dépendant de la situation économique et financière demeurerait appropriée ou si l'annonce d'une date de fin était préférable. Une grande majorité des membres du Conseil s'est prononcée en faveur du maintien de la formulation actuelle de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur l'APP, selon laquelle les achats sont prévus jusque fin septembre 2018 ou, si nécessaire, au-delà et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à sa cible. La possibilité de faire évoluer l'APP pour l'adapter en fonction des données économiques et financières observées et, donc, la préservation d'une certaine flexibilité pour pouvoir réagir à des chocs futurs a été considérée comme faisant partie intégrante de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs et cohérente avec les précédents ajustements apportés au programme. Compte tenu de l'évaluation présente des perspectives d'inflation, selon laquelle on doit encore attendre des indications plus probantes de tensions inflationnistes dans un contexte d'incertitudes persistantes, il a été jugé plus prudent de garder une certaine flexibilité pour prolonger encore le programme, si nécessaire.

Par conséquent, le fait de ne pas fixer de limite dans le temps à l'APP a mis en évidence l'engagement constant du Conseil des gouverneurs à préserver le degré d'assouplissement nécessaire pour que l'inflation renoue avec des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Il a été souligné que tout doute relatif à l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de la stabilité des prix pourrait ancrer les anticipations d'inflation à de faibles niveaux. Associé à une diminution du taux d'intérêt réel d'équilibre, ce phénomène pourrait altérer la capacité du Conseil des gouverneurs à réagir à des chocs futurs. En outre, l'annonce d'une date de fin pourrait inciter les intervenants de marché à anticiper d'éventuels ajustements de prix, ce qui se traduirait par un durcissement injustifié des conditions financières.

Dans ce contexte global, le maintien du biais accommodant de l'APP a également reçu un large soutien. Il a été jugé important de signaler que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à agir et en avait la capacité pour

répondre à des événements en modifiant le rythme et/ou l'horizon des achats effectués au titre de l'APP, notamment si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

Des arguments ont également été avancés par plusieurs membres du Conseil, reflétant les préférences exprimées initialement par d'autres, en faveur de l'annonce d'une date de fin précise pour l'APP. Une date de fin a été considérée comme tout à fait justifiée en anticipation de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation sur la base d'une dynamique de croissance plus forte que prévu, d'une diminution des risques et de la persistance de conditions financières favorables pour l'économie réelle. Bien que les intervenants de marché ne s'attendent pas dans leur majorité à l'annonce d'une date de fin, l'impact sur les marchés financiers est apparu limité. De plus, l'expansion économique a été jugée suffisamment robuste pour faire face à un léger durcissement des conditions financières. L'annonce d'une date de fin a par ailleurs été perçue comme compatible avec une conduite de la politique monétaire subordonnée à l'évolution de données économiques et financières, car elle n'empêcherait pas le Conseil des gouverneurs de faire preuve de flexibilité pour réagir aux données disponibles dans le futur en adaptant l'orientation de la politique monétaire plus globalement.

En outre, l'opinion a été avancée qu'il n'y a plus de justification à un prolongement non limité dans le temps, à moins que des risques de déflation ne réapparaissent. Il a également été avancé que le rapport coûts/bénéfices devenait de plus en plus défavorable avec le temps. Par conséquent, s'il a été admis que la poursuite de l'orientation accommodante restait nécessaire, il était important de mettre fin au programme de manière rapide mais ordonnée.

Certaines préoccupations ont également été exprimées selon lesquelles l'absence de limitation dans le temps de l'APP pourrait susciter des anticipations de nouveaux prolongements à l'approche de la date de fin prévue pour le programme. Dans le contexte actuel, cela ne semble pas justifié, en l'absence de nouveaux chocs majeurs. Par conséquent, les anticipations doivent faire l'objet d'un suivi attentif en fonction des progrès réalisés vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Cela étant, comme à de précédentes occasions, il a été souligné que la flexibilité inhérente au programme permet au Conseil des gouverneurs de ne pas limiter l'APP dans le temps et de répondre à des événements défavorables, si nécessaire.

S'agissant de la composition des achats d'actifs au-delà de la fin de l'année, un large consensus s'est dégagé sur la proposition de M. Cœuré selon laquelle les volumes des achats effectués dans le cadre des trois programmes d'achats d'actifs du secteur privé devraient rester conséquents.

Dans ce contexte, il a été remarqué que le CSPP était perçu comme favorisant les grandes entreprises au détriment des PME. Il a toutefois été précisé que les achats effectués dans le cadre du CSPP étaient réalisés de façon à ne créer ni distorsion ni discrimination, les titres étant acquis en fonction de la capitalisation boursière de l'émission obligataire correspondante. En même temps, il a été souligné que les achats d'obligations du secteur des entreprises ont été très efficaces pour renforcer l'effet d'assouplissement des conditions du crédit de l'APP, contribuant plus généralement aux conditions de financement très favorables pour les SNF. Cela n'a pas seulement concerné les entreprises dont les obligations sont éligibles au CSPP,

mais l'ensemble du secteur des entreprises, l'amélioration des conditions du financement de marché pour les grandes entreprises ayant eu des répercussions importantes sur la disponibilité et les conditions tarifaires des crédits bancaires consentis aux SNF, y compris les PME.

Dans l'ensemble, il a été convenu qu'une évaluation plus poussée de l'impact du CSPP sur le fonctionnement et sur la valorisation du marché devait être effectuée, également afin d'identifier les canaux de transmission de la politique monétaire concernés.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs pour laisser inchangée la stratégie consistant à fournir des indications sur la trajectoire future des taux directeurs, comme proposé par M. Praet dans son introduction. Il a été rappelé que les indications sur la trajectoire des taux directeurs font partie intégrante de l'orientation globale de la politique monétaire, qui comprend l'ordonnancement des instruments figurant dans ces indications.

Plusieurs membres du Conseil ont réaffirmé que les indications actuelles reliant les achats dans le cadre de l'APP aux critères d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation devraient être remplacées progressivement par une référence à l'orientation de la politique monétaire, dans toutes ses dimensions. À cet égard, il a été nécessaire de souligner que l'orientation de la politique monétaire resterait très accommodante *via* le stock d'actifs accumulé et la *forward guidance* sur les taux directeurs, qui continueraient d'accompagner le cycle et le retour de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

S'agissant du réinvestissement du principal des titres arrivant à échéance, un large consensus s'est dégagé sur la proposition visant à clarifier les indications relatives aux réinvestissements futurs de l'Eurosystème. Il convenait de souligner que les réinvestissements seraient réalisés pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Cela a été perçu comme contribuant à assurer des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été souligné que, conjugué aux indications sur la trajectoire future des taux directeurs, le maintien du stock d'actifs accumulé continuait de garantir une orientation très accommodante de la politique monétaire, ce qui devrait continuer d'accompagner le cycle économique et le retour de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Les membres du Conseil ont accueilli favorablement la proposition de M. Cœuré consistant à compléter le recalibrage de l'APP par une transparence accrue quant au profil des remboursements et des montants des réinvestissements qui en découlaient. En particulier, au vu des incertitudes des intervenants de marché relatives aux réinvestissements futurs de l'Eurosystème, un large soutien a été exprimé à la publication mensuelle des montants attendus des remboursements dans le cadre de l'APP sur un horizon glissant de douze mois. Cette publication a été vue comme particulièrement importante au stade actuel compte tenu de l'importance croissante des réinvestissements résultant de l'ampleur des remboursements devant intervenir en 2018. Conjointement à l'annonce relative au rythme des achats nets, les informations supplémentaires sur les remboursements donneront aux intervenants de marché une indication précise sur les achats bruts attendus de l'Eurosystème. Les remboursements au titre du principal seront réinvestis par l'Eurosystème de manière flexible et rapide, en fonction des conditions de liquidité sur le marché.

Enfin, les membres du Conseil ont convenu de prolonger la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale applicable aux opérations principales de refinancement et aux opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution des réserves de 2019, comme proposé par M. Cœuré. Les taux appliqués dans ces opérations à plus long terme seront égaux à la moyenne des taux des opérations principales de refinancement effectuées pendant la durée de l'opération à plus long terme concernée. La prolongation de la procédure d'appel d'offres à taux fixe avec allocation intégrale est vue comme un élément permettant de continuer d'assurer la mise en œuvre harmonieuse de la politique monétaire, faisant partie des mesures non conventionnelles actuelles de politique monétaire, tout en préservant la situation des marchés monétaires de la zone euro. Il a cependant été affirmé que la procédure d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale est devenue moins pertinente aujourd'hui, compte tenu des niveaux actuels de l'excédent de liquidité et des améliorations globales de la solidité financière des banques.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Praet dans son introduction. Il a ainsi été jugé important de souligner la dynamique de croissance persistante, y compris les risques à la hausse à court terme, qui a nettement accru la confiance du Conseil des gouverneurs dans une convergence durable de l'inflation vers son objectif. Dans le même temps, il a été reconnu que la dynamique de l'inflation demeurerait globalement atone. Par conséquent, il convenait de souligner que de nouvelles avancées vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs nécessitaient encore un degré élevé de relance monétaire, ce qui soutenait le recalibrage par le Conseil des gouverneurs de ses instruments de politique monétaire lors de la présente réunion au-delà de la fin de l'année.

S'agissant de l'APP, il convenait de souligner que son recalibrage est approprié, reflétant, d'une part, une expansion économique de plus en plus robuste et généralisée, une hausse des mesures de l'inflation sous-jacente et la poursuite de la transmission effective des mesures de politique monétaire de la BCE aux conditions de financement de l'économie réelle et, d'autre part, qu'il était encore nécessaire de faire preuve de patience et de persévérance. Dès lors, il devait être souligné que le recalibrage des instruments de politique monétaire était totalement cohérent avec le maintien d'une orientation très accommodante de la politique monétaire, préservant des conditions de financement favorables.

Dans ce contexte et à la lumière de la réduction du rythme mensuel des achats nets d'actifs, il a été jugé important de souligner que la relance monétaire nécessaire à la réalisation d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation était apportée par l'ensemble des mesures de politique monétaire en place, notamment par les achats nets d'actifs supplémentaires, par le stock important d'actifs acquis et les réinvestissements à venir, et par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt. À cet égard, il convenait de signaler les indications inchangées sur l'évolution future des taux et de l'APP, tout en attirant l'attention sur la clarification des indications relatives aux réinvestissements.

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, les achats au titre de l'APP se poursuivront au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017. À partir de janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient continuer à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros, jusqu'à 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. Les volumes d'achats réalisés dans le cadre des trois programmes d'achats de titres du secteur privé demeureront importants. 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 opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois continueront d'être conduites sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, aussi longtemps que nécessaire et au moins jusqu'à la fin de la dernière période de constitution de réserves de 2019.

En outre, le Conseil des gouverneurs a décidé de publier chaque mois, dès à présent, les montants mensuels des remboursements attendus dans le cadre de l'APP sur un horizon glissant de douze mois. Il a également décidé de fournir de plus amples précisions sur la mise en œuvre du programme, reflétant l'engagement de la BCE à accroître encore la transparence, dans un communiqué de presse distinct (« Informations supplémentaires sur le programme d'achats d'actifs »).

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

Traduction : Banque de France

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is171026.fr.html>

Communiqués de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.fr.html>

https://www.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/communiquede-2017-10-27_informations-supplementaires-sur-le-programme-d-achats-d-actifs.pdf

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 25-26 octobre 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. Vella*
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann

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

Autres participants

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

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

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
M. Gaiotti
M. Hernández de Cos
M. Kuodis, remplaçant de M. Vasiliauskas*
Mme Le Lorier
M. Luikmel
M. Mooslechner
M. Mrva
Mme Phelan
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Šiaudinis
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 11 janvier 2018.