



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

22 février 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 24 et le jeudi 25 janvier 2018

.....
Mario Draghi
Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et des options possibles

Évolutions sur les marchés financiers

M. Cœuré a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 décembre 2017, les courbes des rendements des emprunts publics allemands et américains se sont pentifiées, en raison de la hausse des rendements obligataires à long terme, après l'aplatissement observé précédemment. Des facteurs tant réels que nominaux semblent avoir contribué à une hausse de la prime de terme, qui reflète, pour partie, les évolutions attendues de l'offre et de la demande mondiales d'obligations sûres, ainsi que la réappréciation prudente par les investisseurs des risques qui entourent les perspectives d'inflation à moyen terme.

Dans le même temps, les primes de risque d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro sont restées négatives ou très faibles. La hausse marquée et persistante des prix du pétrole et le contexte de vigueur de l'économie pourraient avoir contribué à la réévaluation récente des primes de risque d'inflation à l'échelle mondiale.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia montre qu'une réévaluation des perspectives de la politique monétaire dans la zone euro est intervenue depuis mi-décembre 2017. Entre la réunion de politique monétaire de décembre et la veille de la publication du compte rendu de cette réunion, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est nettement accentuée. La publication du compte rendu a encore amplifié cette tendance. La courbe des taux anticipés de l'Eonia indique également que les intervenants de marché ont avancé leurs anticipations de la première hausse des taux directeurs de la BCE, bien que d'autres indicateurs laissent penser que cela pourrait aussi être lié à une modification des anticipations de marché relatives à la fin du programme d'achats d'actifs (APP).

Sur les marchés des changes, on observe un renforcement persistant et général de l'euro depuis la réunion de politique monétaire de décembre. La situation actuelle est caractérisée par la combinaison d'un renforcement de l'euro et d'une faiblesse générale du dollar.

S'agissant des marchés boursiers, la situation de la zone euro est légèrement différente de celle des États-Unis. S'agissant de la zone euro, des estimations de nos services indiquent que les gains cumulés sur l'année passée reflétaient totalement les améliorations des bénéfices attendus liées à l'expansion économique soutenue, tandis qu'aux États-Unis, les meilleures perspectives de bénéfices n'expliquaient qu'une partie des gains enregistrés en 2017.

Passant, pour conclure, à une question plus structurelle, M. Cœuré a évoqué les évolutions observées en fin d'année sur les marchés des pensions et des *swaps* de change. Dans l'ensemble, le marché des pensions est

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

resté robuste, reflétant les préparatifs anticipés du marché en vue des contraintes de bilan de fin d'année. Contrairement à fin 2016, les taux implicites des transactions couvrant la fin de l'année 2017 ont été étroitement alignés sur les taux réalisés. Les intervenants de marché ont déclaré que les facilités de prêts de titres de l'Eurosystème avaient également joué un rôle important dans l'apaisement des tensions. De même, sur le marché des *swaps* de change, la hausse des taux implicites du dollar couvrant la fin de l'année 2017 s'est avérée sensiblement plus modérée qu'en 2016.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, l'activité mondiale a continué de se raffermir, présentant des signes de reprise conjoncturelle de l'investissement. La croissance des importations mondiales de biens a ralenti en octobre 2017. Cependant, les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux sont restés relativement dynamiques, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial a de nouveau atteint en décembre un niveau élevé, supérieur à sa moyenne de long terme.

Malgré la reprise mondiale de plus en plus synchronisée, les tensions sous-jacentes sur les prix sont restées faibles. La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE est passée de 2,2 % en octobre à 2,4 % en novembre, reflétant l'accélération de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation annuelle au sein de l'OCDE est restée stable, à 1,9 %. L'inflation est demeurée modérée malgré l'accroissement des tensions sur les marchés du travail dans les économies avancées. Depuis la réunion de politique monétaire de décembre du Conseil des gouverneurs, les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté de 7 %. Les cours du *Brent* ont augmenté de 7,5 %, s'inscrivant à 69,6 dollars le baril le 23 janvier 2018. Au cours de la même période, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar et, dans une moindre mesure, en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

La croissance économique est restée solide et généralisée dans la zone euro. La croissance trimestrielle du PIB de la zone euro au troisième trimestre 2017 a été revue à la hausse, de 0,6 % à 0,7 %, dans la troisième publication d'Eurostat. Les données disponibles depuis la réunion de politique monétaire de décembre ont en général surpris favorablement. Les conditions de financement favorables, la croissance régulière des revenus et des bénéfices, et la robustesse du marché du travail sont restés les principaux facteurs de soutien de la demande agrégée.

La consommation privée réelle a augmenté de 0,4 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2017, après 0,6 % au deuxième trimestre, continuant de bénéficier de la forte croissance des revenus du travail et du bas niveau du taux d'épargne. La vigueur de l'expansion du marché du travail s'est confirmée, l'emploi ayant progressé de 1,7 % au troisième trimestre 2017 en glissement annuel. Depuis le point bas du deuxième

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

trimestre 2013, le nombre de personnes employées a augmenté de 7,4 millions. Les chiffres mensuels des échanges commerciaux relatifs aux exportations de biens hors zone euro indiquent que la stimulation externe de l'activité de la zone euro reste solide. De plus, les indicateurs tirés d'enquêtes font également état d'une dynamique des exportations restant soutenue à court terme.

La comparaison avec les prévisions publiées par d'autres institutions publiques et privées révèle que les récentes révisions apportées aux perspectives de croissance de la zone euro ont également été positives à la faveur de données vigoureuses.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, la hausse de l'IPCH est ressortie en baisse à 1,4 % en décembre 2017, après 1,5 % en novembre. Cette évolution reflète essentiellement les variations des prix de l'énergie. Cependant, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont été ces derniers temps inférieures à leurs valeurs de mi-2017 et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'une remontée durable. Les tensions le long de la chaîne des prix sont restées globalement stables et modérées.

En ce qui concerne les salaires, la croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,7 % au troisième trimestre 2017, sans changement par rapport au trimestre précédent, mais en hausse par rapport au point bas de 1,1 % enregistré au deuxième trimestre 2016.

Les perspectives d'inflation figurant dans les projections macroéconomiques de décembre 2017 pour la zone euro établies par les services de l'Eurosystème sont comparables aux autres principales prévisions pour 2018, mais se situent dans le bas de la fourchette pour 2019 et 2020. L'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2018 indique des anticipations d'inflation moyennes de 1,5 %, 1,7 % et 1,8 %, respectivement, pour 2018, 2019 et 2020. Par rapport à la précédente campagne d'enquête, cela représente des révisions à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2018 et 2019. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont encore augmenté, conformément à la tendance à la hausse progressive observée depuis mi-2017. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'inscrit actuellement à 1,78 %.

En ce qui concerne les conditions financières, les taux anticipés de l'Eonia ont augmenté sur l'ensemble des échéances. Dans le même temps, les indices relatifs aux conditions financières n'ont pratiquement pas varié. La hausse de la valorisation des actions de la zone euro implique une certaine détente, mais elle est globalement compensée par un resserrement découlant simultanément des hausses des taux d'intérêt et du taux de change de l'euro. Les conditions de financement des sociétés non financières (SNF) de la zone euro sont demeurées très favorables. Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF est resté globalement stable à un niveau de quelque 4,4 %.

La dynamique monétaire soutenue s'est poursuivie en novembre, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large M3 oscillant autour de 5 % depuis le lancement de l'APP. La reprise progressive de la croissance des prêts s'est également poursuivie. Cette évolution résulte essentiellement d'une accélération de la croissance annuelle des prêts aux SNF, tandis que celle des prêts aux ménages est restée pratiquement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

inchangée. Les évolutions du crédit ont continué d'être soutenues par le bas niveau des taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages. D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le quatrième trimestre 2017, les critères d'octroi 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.

Enfin, s'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être modérément expansionniste en 2018 et devenir globalement neutre en 2019 et 2020.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a observé que, même si les conditions financières ont peu évolué depuis la réunion de politique monétaire de décembre 2017, la trajectoire attendue des taux d'intérêt à court terme s'est déplacée vers le haut et la volatilité du taux de change s'est accentuée. Cette évolution a reflété, en partie, une sensibilité accrue des marchés aux modifications perçues de la communication relative à la *forward guidance* de la BCE. Les conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages sont demeurées très favorables, en particulier à la lumière de l'amélioration des perspectives macroéconomiques.

Les informations disponibles indiquent un nouveau renforcement du rythme de l'expansion économique. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont restés globalement équilibrés, avec des risques à la hausse à court terme. Des risques à la baisse ont continué d'être principalement associés à des facteurs mondiaux, notamment les évolutions sur les marchés des changes.

Dans le même temps, l'expansion économique ne s'est pas encore traduite par une accélération de l'inflation sous-jacente. Les tensions sur les prix sont restées modérées et les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore montré de signes convaincants de remontée durable. Toutefois, l'accélération de la dynamique conjoncturelle et la poursuite de l'absorption des ressources productives excédentaires ont renforcé la confiance du Conseil des gouverneurs dans la convergence de l'inflation vers son objectif.

Dans l'ensemble, la convergence de l'inflation ne se faisant que progressivement, il demeure nécessaire de faire preuve de patience et de persévérance s'agissant de la politique monétaire. Un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire pour renforcer les tensions inflationnistes et soutenir l'évolution de l'inflation totale à moyen terme.

Sur la base de cette évaluation, M. Praet a proposé, à ce stade, de confirmer une nouvelle fois les décisions prises lors de la réunion de politique monétaire d'octobre 2017, y compris tous les éléments constitutifs de la *forward guidance* de la BCE. La force de la *forward guidance* repose sur la cohérence dans la durée de la communication.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

La communication du Conseil des gouverneurs doit donc : (a) reconnaître le rythme robuste de l'expansion économique ; (b) confirmer sa confiance que la reprise conduira à terme à une convergence de l'inflation vers l'objectif de la BCE ; et (c) réaffirmer l'importance de faire preuve de patience et de persévérance dans la politique monétaire pour renforcer les tensions inflationnistes et favoriser la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs continuera d'évaluer les avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation. Comme annoncé précédemment, son évaluation est fondée sur trois critères : premièrement, l'inflation doit s'inscrire sur une trajectoire permettant d'atteindre des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme et il ne doit exister aucun doute quant à l'engagement à réaliser cet objectif ; deuxièmement, la fourchette des résultats probables autour de cette trajectoire doit être raisonnablement circonscrite ; et, troisièmement, la trajectoire doit être maintenue même si les conditions de la politique monétaire sont moins accommodantes. Une fois que le Conseil des gouverneurs aura estimé que ces critères ont été remplis, les achats nets d'actifs prendront fin conformément à la *forward guidance* énoncée. À partir de ce moment, l'évolution de l'inflation continuera de dépendre de la poursuite du réinvestissement des remboursements au titre du principal durant une période prolongée et du maintien des taux directeurs à leur niveaux actuels bien au-delà de la fin des achats nets d'actifs.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil 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. Les données récentes et les résultats d'enquêtes montrent que la dynamique de croissance est restée solide et généralisée, soutenue par des conditions de financement très favorables, et vont dans le sens d'un rythme d'expansion économique robuste au cours des prochains mois. Il a été estimé que les informations disponibles confirmaient les perspectives de croissance positive intégrées dans les projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, comme cela ressort également de la dernière actualisation des perspectives du FMI pour la zone euro, dans laquelle la prévision de croissance de la zone euro a été nettement revue à la hausse pour 2018 et 2019.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont été d'accord pour estimer que les derniers indicateurs allaient dans le sens d'une nouvelle amélioration de l'activité mondiale et des échanges commerciaux. Le scénario d'une expansion économique robuste au niveau mondial a été conforté par la dernière actualisation du FMI, les prévisions mondiales étant revues à la hausse pour l'année en cours et pour 2019. Une dynamique soutenue a également été observée pour les échanges internationaux, qui ont récemment affiché des taux de croissance supérieurs à ceux de l'activité

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

mondiale. Toutefois, la balance des risques pesant sur l'expansion économique mondiale est considérée comme restant orientée à la baisse. Tandis que la récente réforme fiscale aux États-Unis pourrait avoir un impact plus important que prévu sur la croissance économique à court terme, les incertitudes géopolitiques et l'incertitude relative aux perspectives de certaines économies importantes, notamment le risque d'une augmentation du protectionnisme commercial, continuent de constituer des risques à la baisse. De plus, même si l'appréciation antérieure de l'euro n'a pas eu jusqu'à présent d'impact négatif significatif sur la demande extérieure adressée à la zone euro, la volatilité sur les marchés des changes a représenté un nouveau risque qui a dû faire l'objet d'un suivi.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres ont été d'accord pour estimer que les indicateurs récents apportaient de nouvelles preuves que l'expansion économique était robuste et généralisée et se poursuivait à un rythme supérieur aux estimations actuelles de la croissance potentielle. La forte dynamique conjoncturelle a entraîné une réduction des ressources productives excédentaires et l'augmentation des taux d'utilisation des capacités de production. Au vu des évolutions positives des indicateurs à court terme, il a été considéré que la croissance trimestrielle du PIB en volume vers la fin de l'année pourrait de nouveau être plus élevée que prévu précédemment.

S'agissant des principales composantes de la demande, la croissance de la consommation privée est restée forte, soutenue par la hausse de l'emploi. L'investissement des entreprises s'est renforcé sous l'effet de conditions de financement très favorables, de l'amélioration de leur rentabilité et d'une demande vigoureuse. La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est également poursuivie au cours des derniers trimestres. Les perspectives relatives à la demande intérieure ont été soutenues aussi par la poursuite de l'amélioration des bilans des ménages et des entreprises, favorisée par les mesures de politique monétaire de la BCE. Dans le même temps, la croissance mondiale généralisée a dopé les exportations de la zone euro.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les évolutions du marché du travail et le niveau des capacités inutilisées demeurant sur ce marché dans la zone euro. En particulier, tout en reconnaissant de nouvelles évolutions positives sur les marchés du travail – avec la poursuite de l'augmentation de l'emploi et des heures travaillées – l'attention a été attirée sur le fait que les heures travaillées n'avaient pas encore retrouvé leur niveau d'avant la crise. Il a été suggéré que le fait que le nombre moyen d'heures travaillées soit moins élevé qu'avant la crise pouvait être interprété comme l'indication de la persistance de capacités inutilisées sur le marché du travail.

Plusieurs arguments ont été avancés pour suggérer que la diminution du nombre moyen d'heures depuis la crise pourrait, au moins dans une certaine mesure, avoir une interprétation plus structurelle, reflétant par exemple des modifications de la composition sectorielle de l'économie, telles que la tendance à une croissance du secteur des services et l'augmentation des taux d'activité des femmes. Des éléments montrent également que dans certains pays, une part importante du travail à temps partiel ou du travail temporaire pourrait être considérée comme reflétant des choix personnels plutôt qu'un sous-emploi.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Toutefois, il a été observé que les anticipations à long terme relatives au chômage étaient revenues à 7,5 % dans l'EPP pour le premier trimestre 2018, contre près de 8 % dans la précédente campagne d'enquête. Cette diminution des anticipations pourrait être considérée comme une confirmation des résultats positifs obtenus grâce aux réformes structurelles. Dans le même temps, le taux de chômage effectif dans la zone euro ressortant actuellement à 8,7 %, les résultats pourraient également être interprétés comme une indication que les capacités inutilisées demeurent toujours importantes sur le marché du travail.

Un certain nombre de remarques ont été formulées à propos de l'évolution récente du taux de change. Même si le taux de change de l'euro ne constitue pas un objectif pour la politique monétaire de la BCE, ses variations ont été jugées importantes dans la mesure où elles ont affecté les perspectives de croissance et d'inflation dans la zone euro. En se fondant sur des discussions antérieures du Conseil des gouverneurs, il a également été rappelé qu'il était important de prendre en compte les principaux facteurs à l'origine de l'appréciation de l'euro, les répercussions d'une variation du taux de change sur l'activité et les prix étant différentes en fonction des causes sous-jacentes.

Une partie de l'appréciation du taux de change peut être liée à un sentiment plus favorable envers la zone euro, résultant des améliorations observées dans l'économie de la zone. Il a été avancé qu'une appréciation du taux de change liée à des évolutions positives de la demande intérieure se répercutait généralement plus faiblement sur l'inflation, les entreprises ayant tendance à considérer le dynamisme de l'économie comme l'occasion de rétablir leurs marges bénéficiaires, qu'elles avaient réduites durant la crise. Toutefois, dernièrement, l'appréciation de l'euro a également reflété d'autres facteurs, notamment la communication relative aux perspectives d'évolution des taux de change et de la politique monétaire dans les grandes zones monétaires. Dans ces cas-là, la répercussion sur l'inflation peut être plus forte.

Il a également été souligné que le taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar avait enregistré une variation plus importante que le taux de change effectif nominal de l'euro. Cela a conduit les intervenants de marché à attribuer la récente volatilité du taux de change plutôt à la faiblesse du dollar qu'à la solidité de l'euro. Toutefois, la faiblesse du dollar est difficile à expliquer, compte tenu de la bonne tenue des données récemment publiées et des perspectives des politiques budgétaire et monétaire aux États-Unis. Il s'agit là d'un autre élément à prendre en compte pour déterminer les conséquences de l'appréciation du taux de change sur l'économie de la zone euro. En outre, l'appréciation par rapport à une devise de facturation comme le dollar pourrait être plus importante pour le niveau de répercussion sur l'inflation que ne l'indiquerait son poids dans le taux de change effectif.

L'effet sur l'économie de la zone euro pourrait dépendre également de l'ampleur et de la persistance de l'appréciation du taux de change. Dans ce contexte, il a été observé que le taux de change de l'euro avait été sujet à des fluctuations prononcées dans le passé et qu'il convenait de prendre acte de la capacité relativement limitée des économistes à prévoir les évolutions futures du taux de change, y compris le risque d'une nouvelle appréciation de l'euro.

Des préoccupations ont également été exprimées au sujet des récentes déclarations sur la scène internationale relatives à l'évolution des taux de change et, plus largement, à l'état général des relations internationales. L'importance de se conformer aux déclarations communes relatives au taux de change a été soulignée, comme la déclaration figurant dans le communiqué de la trente-sixième réunion du comité monétaire et financier international du FMI d'octobre 2017, qui a indiqué qu'une volatilité excessive ou des mouvements désordonnés des taux de change pouvaient avoir des implications négatives pour la stabilité économique et financière, et que les membres s'abstiendraient de procéder à des dévaluations compétitives et qu'ils n'établiraient pas de cible de taux de change à des fins de concurrence.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que la volatilité récente du taux de change de l'euro constituait une source d'incertitude nécessitant un suivi en raison de ses éventuelles répercussions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont jugés comme globalement équilibrés, conformément à l'évaluation réalisée lors la précédente réunion de politique monétaire.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en décembre 2017, en recul par rapport aux 1,5 % enregistrés en novembre. Cette évolution résulte principalement des prix de l'énergie. L'inflation annuelle mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeurée stable, à 0,9 % en décembre 2017, inchangée par rapport aux deux mois précédents mais légèrement inférieure aux niveaux enregistrés mi-2017, les perspectives d'évolution des mesures de l'inflation sous-jacente étant considérées comme globalement inchangées.

Les membres du Conseil ont convenus que les mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro restent faibles, notamment en raison de facteurs spécifiques, et ne montrent pas encore de signes convaincants de remontée durable. On peut néanmoins s'attendre à ce que les mesures de l'inflation sous-jacente augmentent progressivement à moyen terme, soutenues par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique, la résorption associée des capacités inutilisées dans l'économie et l'accélération de la hausse des salaires. En particulier, il a été indiqué que la forte dynamique conjoncturelle, la poursuite de l'absorption des ressources productives excédentaires et l'augmentation de l'utilisation des capacités de production ont encore renforcé la confiance dans le scénario de référence pour les perspectives d'inflation.

L'écart, également observé dans d'autres grandes économies, entre l'expansion de l'activité économique en cours et la dynamique relativement modérée de l'inflation a de nouveau été souligné. Dans un registre plus positif, il a été indiqué que les mesures de l'inflation sous-jacente étaient demeurées stables jusqu'à présent en dépit de l'appréciation du taux de change. Par ailleurs, il a été observé que, selon les projections de décembre 2017 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie atteindrait 1,8 % en 2020, tandis qu'au cours de la période qui a précédé la crise financière, elle s'était établie en moyenne autour de 1,5 %. Toutefois, une observation a été formulée

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

selon laquelle, en l'absence de contributions positives pérennes des composantes produits alimentaires et énergie à l'évolution des prix à l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait être supérieure à sa moyenne d'avant la crise pour que la BCE puisse atteindre sa cible d'inflation de manière durable.

S'agissant de la croissance des salaires, il a été observé que la hausse annuelle de la rémunération par tête s'était légèrement accentuée depuis le deuxième trimestre 2016 et qu'elle était ressortie à 1,7 % au troisième trimestre 2017. Même si la dynamique des salaires est toujours considérée comme relativement modérée, on peut s'attendre à ce que les tensions sur les coûts s'accroissent progressivement, parallèlement à la poursuite de la croissance économique et à la résorption des capacités inutilisées sur le marché du travail. Toutefois, les prévisions relatives aux salaires dans le passé ont été trop élevées et le redressement des salaires tel qu'il ressort des projections reste incertain.

Les membres du Conseil ont également pris note des évolutions récentes des anticipations d'inflation. Tant les mesures extraites des instruments de marché que les mesures tirées d'enquêtes sont globalement inchangées pour les horizons longs.

S'agissant de 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. La reprise graduelle de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie, avec un nouveau redressement de la croissance des prêts aux SNF et aux ménages. Cette expansion du crédit est restée soutenue par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages dans la zone euro. Il a toutefois été noté que le désendettement des secteurs privés non financiers s'était encore accentué selon diverses mesures. Cette évolution a été considérée comme rassurante pour les perspectives d'évolution du crédit et également du point de vue de la stabilité financière. Il a aussi été fait référence aux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le quatrième trimestre 2017, qui montrait que la croissance des prêts restait soutenue par la hausse de la demande et la poursuite de l'assouplissement des conditions globales du crédit.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La forte dynamique conjoncturelle et l'absorption des ressources productives excédentaires qui y est liée ont encore renforcé la confiance en une convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les tensions sous-jacentes sur les prix sont cependant restées globalement modérées et n'ont pas encore montré de signes convaincants de remontée durable. Dans l'ensemble, cette évaluation confirme la nécessité de maintenir un degré élevé de soutien monétaire afin de garantir un ajustement durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. En conséquence, cela suggère de laisser inchangée la stratégie de politique monétaire actuelle et de confirmer une nouvelle fois les décisions prises lors de la réunion d'octobre 2017.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire reste globalement appropriée. S'agissant des conditions sur les marchés financiers, les prix des actions ont continué de s'inscrire en hausse entre les deux réunions, tandis qu'un déplacement vers le haut de la trajectoire attendue des taux d'intérêt à court terme et une hausse des rendements des emprunts publics à long terme ont été observés, ainsi qu'une appréciation de l'euro. Il a été noté que, si les rendements à long terme se sont effectivement inscrits en légère hausse dans l'ensemble, des niveaux comparables avaient déjà été observés au cours de l'année dernière. De plus, il est peu probable que ces hausses se traduisent immédiatement par des conditions d'emprunt plus restrictives pour les ménages et les entreprises, les taux débiteurs bancaires, en particulier, ne réagissant qu'avec un certain retard au durcissement des conditions sur les marchés de capitaux.

Plusieurs facteurs ayant contribué au durcissement limité de certaines mesures des conditions financières ont été examinés. Si cette situation peut être vue comme en partie liée à une nouvelle amélioration des fondamentaux intérieurs, les répercussions des conditions financières mondiales, ainsi que la sensibilité accrue des marchés financiers à la communication relative aux taux de change et à la politique monétaire, ont également joué un rôle. Dans ce contexte, il a été réaffirmé que l'orientation de la politique monétaire tendait à devenir mécaniquement plus expansionniste dans un environnement d'amélioration des conditions macroéconomiques et de stratégie de politique monétaire inchangée, toutes choses égales par ailleurs.

Les informations disponibles, bien qu'une fois encore plus positives s'agissant des perspectives de croissance dans la zone euro, ont été perçues comme confirmant la position actuellement adoptée en termes de politique monétaire, la dynamique de croissance solide s'accompagnant toujours de faibles tensions sur les prix.

Dans ce contexte général, les membres du Conseil ont largement convenu que, même s'il existe des raisons d'être de plus en plus confiant quant à la trajectoire de l'inflation, il est nécessaire de rester patient et persévérant s'agissant de la politique monétaire pour que l'inflation converge durablement vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il convient par conséquent de maintenir l'orientation actuelle de la politique monétaire, ce qui concerne l'ensemble des instruments d'intervention. Cela implique également de réaffirmer les décisions de politique monétaire prises lors de la réunion de fin octobre s'agissant des achats nets d'actifs et des réinvestissements, ainsi que des taux directeurs, de même que la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs ayant trait à ces mesures, dont le séquençage des instruments figurant dans ces indications prospectives. Un degré élevé de stimulus monétaire a globalement été jugé comme demeurant nécessaire pour accompagner l'expansion économique et l'accumulation correspondante de tensions sur les prix soutenant les évolutions de l'inflation totale à moyen terme.

Il a été rappelé que, si l'importance relative pour l'orientation globale de la politique monétaire des indications sur les taux directeurs et des stocks d'actifs accumulés s'accroissait au fil du temps, l'évolution de l'inflation dépendait toutefois encore de la poursuite de l'impulsion donnée par l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE, y compris les achats nets d'actifs.

Dans ce contexte, une remarque a été émise concernant les éventuelles implications de l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire en termes de stabilité financière dans des compartiments de marché spécifiques, tels que les obligations de société à rendement élevé et l'immobilier commercial. Il a toutefois été rappelé que les éléments actuellement disponibles ne suggèrent aucun effet secondaire important des mesures de politique monétaire de la BCE sur la stabilité financière dans l'ensemble et que, en tout cas, les outils de politique macroprudentielle devaient être vus comme la première ligne de défense pour faire face aux risques susceptibles de peser sur la stabilité financière.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur la proposition présentée par M. Praet dans son introduction, ce qui suggère une continuité globale en termes de communication du Conseil des gouverneurs au stade actuel.

Les membres du Conseil ont largement reconnu le besoin de stabilité de la communication, ce qui implique également de souligner encore une fois la confiance dans les perspectives d'inflation, tout en maintenant une orientation de politique monétaire fondée sur l'éventail complet d'instruments en place et leur séquençement. Dans ce contexte, il a été remarqué que la communication sur la politique monétaire continuerait de se développer en fonction de l'évolution de l'état de l'économie conformément aux indications fournies par la BCE sur l'orientation future de la politique monétaire, en vue d'éviter des ajustements brutaux ou désordonnés à un stade ultérieur. Toutefois, modifier la communication a généralement été considéré comme prématuré à l'heure actuelle, l'évolution de l'inflation demeurant modérée malgré la solidité du rythme de l'expansion économique. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé son ferme engagement à respecter son objectif de stabilité des prix et, en particulier, à tenir sa promesse de garantir un retour durable des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Il a été souligné que la politique monétaire doit rester patiente et persévérante, tandis qu'il convient de faire preuve de prudence en ce qui concerne la communication du Conseil des gouverneurs.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait de faire part des préoccupations du Conseil relatives à la récente volatilité du taux de change de l'euro, qui représente une source d'incertitude nécessitant un suivi au vu de ses implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Dans ce contexte, il a également été jugé important de réaffirmer les déclarations relatives aux taux de change du G7 et du G20, qui impliquaient d'accepter que les taux de change soient déterminés par le marché et de s'abstenir d'établir des objectifs de change à des fins de concurrence.

Enfin, la nécessité persistante d'efforts de réforme décisifs de la part des gouvernements de la zone euro en vue de renforcer le potentiel de croissance à long terme et de réduire les vulnérabilités a été réaffirmée. Dans ce contexte, il a été souligné que le renforcement de l'Union économique et monétaire demeurait une priorité. Dès lors, les discussions en cours sur l'achèvement de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux ainsi que sur un nouvel approfondissement de l'Union économique et monétaire ont été accueillies très favorablement. Une remarque a également été faite sur les perspectives de plus en plus généralisées d'un assouplissement de l'orientation budgétaire dans plusieurs juridictions, dont certaines disposant de peu ou pas

de marge budgétaire. Cela a justifié des appels réitérés au respect des règles budgétaires existantes et à la reconstitution des réserves budgétaires, en particulier dans les pays où la dette publique demeure élevée.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que toute nouvelle évolution de la communication du Conseil des gouverneurs sur la politique monétaire serait graduelle et en ligne avec les améliorations des perspectives d'inflation à moyen terme. La communication évoluera naturellement en adéquation avec la *forward guidance* de la BCE si l'inflation progresse encore vers l'objectif du Conseil des gouverneurs défini dans les critères fixés pour un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. Les formulations ayant trait à l'orientation de politique monétaire pourrait être révisées au début de cette année dans le cadre de la réévaluation régulière qui sera menée lors des prochaines réunions de politique monétaire. Dans ce contexte, certains membres du Conseil ont exprimé une préférence pour que le biais accommodant concernant l'APP soit retiré de la communication du Conseil des gouverneurs, ce qui serait un reflet tangible du renforcement de la confiance dans un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. Toutefois, il a été conclu qu'un tel ajustement était prématuré et que le renforcement de la confiance ne le justifiait pas encore. Il a également été rappelé – comme à de précédentes occasions – que même lorsque les achats nets seraient terminés, l'orientation de politique monétaire resterait très accommodante, dans la mesure où l'évolution de l'inflation continuerait de dépendre de la poursuite des réinvestissements durant une période prolongée et du maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels bien au-delà de la fin des achats nets d'actifs de la BCE.

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 nets d'actifs seraient réalisés, au nouveau rythme mensuel de 30 milliards d'euros, 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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/2018/html/ecb.is180125.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180125.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 24-25 janvier 2018

Membres

M. Draghi, président
M. Constâncio, vice-président
M. Cœuré
M. Costa*
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Jazbec*
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Liikanen
M. Linde
M. Makúch
M. Mersch
M. Nowotny*
M. Praet
M. Reinesch
M. 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 janvier 2018 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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Bradeško
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Hernández de Cos
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Mrva
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlas
M. Ulbrich
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 12 avril 2018.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi