



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

5 octobre 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 6 et le jeudi 7 septembre 2017

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

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

### *Évolutions sur les marchés financiers*

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

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 juillet 2017, les marchés d'emprunts publics ont connu deux évolutions marquantes. Premièrement, le creusement de l'écart de rendement des bons du Trésor américain à dix ans et des emprunts publics allemands à dix ans, qui est apparu à la suite de l'élection présidentielle aux États-Unis et s'est resserré ensuite sur la majeure partie de 2017, a été pratiquement neutralisé. Deuxièmement, les rendements des emprunts publics à long terme aux États-Unis et dans la zone euro sont revenus à des niveaux observés pour la dernière fois vers fin juin 2017, annulant ainsi en majeure partie la hausse constatée à l'approche de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet 2017.

Cette correction est probablement due à la conjonction de deux facteurs. Tout d'abord, le regain de préoccupations d'ordre géopolitique – liées en particulier aux évolutions dans la péninsule coréenne – et le sentiment d'aversion au risque sur les marchés internationaux ont entraîné une demande accrue d'actifs sûrs. Une seconde explication possible pour cette baisse des rendements des emprunts publics à long terme a trait à l'évolution des anticipations relatives à la politique monétaire. À cet égard, les marchés d'emprunts publics de la zone euro ont probablement aussi été affectés par l'intérêt accru des intervenants de marché pour les flux de réinvestissement attendus dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP), ce qui a contribué à la baisse des rendements.

La déconnexion qui a commencé à apparaître entre le différentiel de taux d'intérêt à long terme, tel que mesuré par l'écart de rendement des bons du Trésor à dix ans et des emprunts publics allemands, et le taux de change de l'euro par rapport au dollar constitue une autre évolution marquante. Jusqu'à la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar était en concordance avec la révision à la hausse par le marché de l'écart de taux d'intérêt à long terme. Ce lien s'est rompu récemment, suggérant que des facteurs qui ne sont liés ni aux perspectives économiques à long terme ni à des anticipations d'achats d'actifs ont eu un impact sur le taux de change. L'un de ces facteurs a trait probablement aux perspectives à court terme concernant la politique monétaire, en raison d'un report des anticipations d'un relèvement des taux d'intérêt aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro. Le second facteur pourrait avoir concerné les récents flux d'investissement. Certains signes indiquent un retour progressif des investissements étrangers vers la zone euro, en particulier sur le marché boursier et à la suite de l'élection présidentielle en France, qui a réduit l'incertitude politique dans la zone euro.

L'appréciation de l'euro pourrait avoir contribué au recul des marchés boursiers de la zone euro. Cette évolution pourrait être liée à une révision des bénéfices attendus des entreprises de la zone euro générant

une grande partie de leurs recettes en dehors de la zone euro. Comparées aux entreprises qui réalisent leurs bénéfices essentiellement à l'intérieur de la zone euro, les résultats des entreprises exportatrices ont été clairement moins satisfaisants, à cause de l'appréciation de l'euro et ce, malgré l'augmentation des entrées d'investissements étrangers et la persistance chez les analystes d'une vision positive concernant les actions dans la zone euro. La légère correction sur les marchés boursiers de la zone euro contraste avec l'évolution observée aux États-Unis, où l'indice S&P 500 a augmenté de 3 % depuis début mai.

M. Coeuré a également rendu compte de la mise en œuvre de l'APP durant l'été. En août 2017, l'Eurosystème a réalisé des achats nets de 50 milliards d'euros. Durant cette période, et en raison de facteurs techniques, la mise en œuvre sans heurt du programme s'est accompagnée d'une certaine volatilité de la part relative des achats effectués par les différentes juridictions dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public (PSPP). M. Coeuré a rappelé que les règles applicables permettaient une certaine flexibilité en matière de réinvestissements, afin de soutenir le principe de neutralité du marché dans les opérations de l'Eurosystème. Conformément à ces règles, les décisions opérationnelles ont été prises de manière à étaler sur plusieurs mois le réinvestissement du produit des obligations françaises arrivées à échéance en juillet 2017, entraînant une diminution temporaire de la part des obligations françaises dans les achats nets effectués dans le cadre du PSPP et la perception, en juillet, d'une surallocation dans d'autres juridictions. Le phénomène inverse a été observé par la suite en août. Cela a été mal interprété par certains intervenants de marché qui ont considéré à tort qu'il s'agissait d'un choix de politique monétaire délibéré de la part de la BCE, ce qui n'est pas le cas.

#### *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.

La reprise mondiale se généralise dans les différentes régions, comme en témoignent également les indicateurs tirés d'enquêtes. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a encore augmenté en août. Les données mensuelles indiquent un ralentissement de la croissance du commerce mondial au deuxième trimestre 2017, mais les indicateurs avancés continuent de signaler des perspectives positives. En particulier, l'indice mondial des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation est resté supérieur à sa moyenne historique.

L'inflation mondiale a augmenté modérément. En juillet, la hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE s'est légèrement accentuée, passant à 2,0 % après 1,9 % en juin. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation est demeurée inchangée par rapport à juin, à 1,8 %. La légère hausse de l'inflation totale en juillet résulte essentiellement du renchérissement de l'énergie. Les prix du *Brent* ont diminué, revenant de 51 à 44 dollars le baril en juin, avant de se redresser pour s'établir à 53 dollars en juillet. Les prix des matières premières hors pétrole libellés en dollars ont augmenté de 4,1 % depuis la réunion de politique monétaire de juillet, sous l'effet d'une hausse des prix des métaux. Au cours de la même période, le

taux de change de l'euro s'est apprécié de 1,5 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

L'expansion économique dans la zone euro est restée solide et généralisée. Le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2017, après 0,5 % au premier trimestre. La consommation a continué de bénéficier de la croissance régulière des revenus et du bas niveau des taux d'intérêt. Les conditions de financement favorables ont soutenu les dépenses d'investissement, qui montrent des signes d'accélération. L'utilisation des capacités de production a continué d'augmenter, atteignant les pics d'avant la crise. La croissance de l'emploi se généralise, ce qui témoigne également de l'ampleur de la reprise et d'une résilience sous-jacente.

Pour la suite, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance robuste de l'économie au second semestre 2017. En août, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production est demeuré inchangé par rapport à juillet, à 55,7. De la même façon, la confiance est demeurée élevée dans l'ensemble des principaux secteurs couverts par l'indicateur du climat économique de la Commission européenne. La reprise mondiale généralisée soutient les exportations totales de la zone euro, qui ont augmenté de 1,2 % en rythme trimestriel, au premier trimestre 2017. Les données mensuelles relatives aux exportations de biens indiquent la persistance d'une dynamique robuste au deuxième trimestre.

Dans les projections macroéconomiques de septembre 2017 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB en volume de la zone euro a été révisée à la hausse pour 2017, à 2,2 %, mais elle est demeurée inchangée pour 2018, à 1,8 %, et pour 2019, à 1,7 %, par rapport aux projections de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro a augmenté, passant de 1,3 % en juillet à 1,5 % en août, sous l'effet principalement du renchérissement de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation mesurée par l'IPCH est restée stable, à 1,2 %. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont, en parallèle, augmenté modérément au cours des derniers mois, sans toutefois montrer encore de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse. Les tensions en amont de la chaîne des prix ne se sont pas encore transmises plus en aval et ont été contrariées par la récente appréciation de l'euro. En outre, aucune accélération de la hausse des salaires n'a encore été constatée. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 1,2 % au premier trimestre 2017, après 1,4 % au dernier trimestre 2016. La croissance des salaires négociés est revenue de 1,6 % au premier trimestre 2017 à 1,4 % au deuxième trimestre, sous l'effet dans une large mesure de l'évolution des paiements exceptionnels.

Par rapport aux projections de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les services de la BCE continuent de tableur sur une hausse de l'IPCH de 1,5 % en 2017, tandis qu'ils ont révisé à la baisse de 0,1 point de pourcentage les projections pour 2018 et 2019, à 1,3 % et 1,5 %, respectivement. Les prévisions d'inflation pour la zone euro se situent dans le bas de la fourchette par rapport aux autres principales prévisions pour 2017 et au-dessous des autres prévisions pour 2018 et 2019.

Les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché sont restées globalement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 juillet. Par exemple, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est resté stable autour de 1,6 %.

S'agissant des conditions financières, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas depuis la réunion de politique monétaire de juillet. Le déplacement de la courbe concerne notamment les échéances courtes, ce qui peut indiquer une modification des anticipations relatives à l'orientation de la politique monétaire. Les taux sans risque à long terme ont également légèrement diminué.

Les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont encore un peu resserrés pour toutes les classes de notation. Les cours boursiers de la zone euro ont légèrement baissé depuis la réunion de politique monétaire de juillet. Les ratios cours/valeur comptable des banques de la zone euro ont augmenté tout au long de l'année écoulée et sont demeurés conformes aux moyennes de longue période.

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des sociétés non financières, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, a légèrement diminué, ressortant à 4,4 % en août 2017. Les coûts de financement des banques sont demeurés favorables sous l'effet des mesures de politique monétaire de la BCE. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux ménages sont restés pratiquement inchangés, tandis que ceux des prêts accordés aux sociétés non financières ont baissé en juillet pour atteindre le point bas historique observé en février 2017. L'écart entre les taux des prêts de montant élevé et ceux de faible montant est resté globalement stable à de faibles niveaux.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 est demeuré robuste en juillet 2017, après avoir oscillé autour de 5 % depuis le lancement de l'APP, les sources internes de la création monétaire restant le principal moteur de la croissance de la monnaie au sens large. L'activité de prêt au secteur privé non financier a poursuivi son redressement progressif en juillet. La reprise de la croissance des prêts a été généralisée dans la zone euro.

Enfin, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait devenir modérément expansionniste en 2017 et être globalement neutre en 2018 et 2019.

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

En résumé, M. Praet a observé que, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 19 et 20 juillet 2017, les conditions financières se sont resserrées dans une certaine mesure. L'appréciation du taux de change a été en partie contrebalancée par une atténuation de la trajectoire attendue des taux d'intérêt. Les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages sont demeurées très favorables. Dans le même temps, la volatilité récente du taux de change constitue une source d'incertitude qui requiert un suivi attentif en raison de ses éventuelles répercussions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Le redressement économique est resté solide et généralisé, les projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE faisant état d'une croissance plus rapide pour 2017 que ce qui ressortait des projections de juin 2017 des services de l'Eurosystème, et d'un scénario inchangé pour 2018 et 2019. D'après les projections, la bonne tenue de la demande intérieure doit contrebalancer les effets défavorables du renchérissement de l'euro. Les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent globalement équilibrés.

L'expansion économique en cours soutient la confiance dans une évolution progressive de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Toutefois, les projections de septembre 2017 des services de la BCE faisaient état d'une convergence de l'inflation un peu plus lente que dans les projections de juin en raison de l'appréciation de l'euro. Si les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté ces derniers mois, elles n'ont pas encore montré de signes convaincants d'une remontée durable. En outre, les avancées sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs continuent de dépendre d'une orientation très accommodante de la politique monétaire.

Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs devra décider dans les prochains mois du calibrage de ses instruments de politique monétaire, en s'appuyant sur une évaluation approfondie des perspectives d'inflation et du degré d'assouplissement nécessaire pour garantir un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

En attendant, M. Praet a proposé de maintenir inchangés l'orientation de la politique monétaire et l'ensemble des éléments constitutifs de la *forward guidance*. Cela comporte l'engagement à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme d'achats d'actifs si les perspectives en termes de stabilité des prix devenaient moins favorables ou si les conditions de financement ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation.

S'agissant de la communication, il était important pour le Conseil des gouverneurs, premièrement, de confirmer son diagnostic d'une dynamique soutenue de l'économie de la zone euro, mais d'évolutions cependant toujours modérées de l'inflation ; deuxièmement, de signaler que les risques pesant sur les perspectives de croissance demeuraient globalement équilibrés ; troisièmement, de souligner que la volatilité récente du taux de change constituait une source d'incertitude, nécessitant un suivi attentif en raison des éventuelles implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme ; quatrièmement, de confirmer tous les éléments constitutifs de la *forward guidance* et de réaffirmer qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeurerait indispensable au renforcement des tensions inflationnistes ; et, cinquièmement, d'indiquer qu'il décidera dans les prochains mois de l'orientation de la politique monétaire pour la période allant au-delà de la fin de l'année, en tenant compte de l'évolution attendue de l'inflation et des conditions financières nécessaires à un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %.

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

### *Analyses économique et monétaire*

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont 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 récentes et les indicateurs tirés d'enquêtes, l'expansion économique est restée solide et généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs, mais s'est accélérée davantage qu'attendu au premier semestre 2017. Au cours des prochains mois, la croissance économique devrait rester robuste, le renforcement de la demande intérieure devant contrebalancer l'incidence de l'appréciation de l'euro sur les exportations. Cette évaluation se reflète dans les perspectives de croissance figurant dans les projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE. Par rapport aux projections de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2017, sous l'effet de la forte dynamique, observée récemment, et demeurent globalement inchangées pour 2018 et 2019.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont perçus comme restant globalement équilibrés, conformément à l'évaluation réalisée lors la précédente réunion de politique monétaire, et comportent des risques à la hausse pour la demande intérieure, principalement à court terme du fait de la dynamique conjoncturelle positive. Les risques à la baisse sont essentiellement liés à des facteurs mondiaux et aux évolutions sur les marchés des changes.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, l'économie mondiale est vue comme affichant une croissance robuste, l'évaluation selon laquelle la demande extérieure continuerait de soutenir l'expansion économique dans la zone euro demeurant inchangée. Cependant, la balance des risques pesant sur la reprise économique mondiale est jugée toujours orientée à la baisse, reflétant notamment des incertitudes relatives aux choix de politique macroéconomique aux États-Unis et aux négociations avec le Royaume-Uni sur sa sortie de l'Union européenne, ainsi qu'aux éventuels ajustements de bilan dans plusieurs économies de marché émergentes.

S'agissant de la zone euro, les perspectives de croissance figurant dans les projections de septembre établies par les services de la BCE ont fait l'objet d'un large consensus. Les membres du Conseil ont été d'accord pour estimer que les récents indicateurs s'étaient révélés plus robustes que prévu et apportaient une nouvelle confirmation de la poursuite d'une croissance solide. Tant l'indicateur du climat économique de la Commission européenne que l'indice composite des directeurs d'achat pour la production se sont établis à des niveaux correspondant à leurs pics d'après crise, ou à des niveaux proches, et nettement au-dessus de leurs moyennes de long terme. Il a également été noté que les marchés du travail de la zone euro s'étaient encore améliorés et il a été rappelé que depuis le début de la reprise en 2013, six millions d'emplois environ avaient été créés dans la zone euro.

Les membres du Conseil sont généralement convenus que les mesures de politique monétaire de la BCE avaient contribué de façon significative à l'expansion économique en cours et qu'un rythme de croissance économique soutenu dépendait encore de la persistance de conditions de financement favorables. Cela étant, la présence de signes indiquant que l'expansion économique était de plus en plus auto-entretenu a également été notée. La zone euro affiche désormais une croissance économique positive sur 17 trimestres consécutifs, à partir du deuxième trimestre 2013. Dans une perspective à plus long terme, une comparaison a été réalisée entre les perspectives actuelles de croissance en 2017, d'après les projections de septembre 2017 des services de la BCE, et les perspectives de croissance en 2017 prévues un an auparavant, qui étaient nettement moins positives. Il faut dès lors s'attendre à ce que l'écart de production de la zone euro, bien qu'entouré d'une très grande incertitude, se résorbe plus rapidement. Dans le même temps, il a été observé que les mesures plus larges du niveau des capacités inutilisées demeuraient élevées.

D'après une analyse détaillée des principales composantes de la demande, la croissance de la consommation privée reste forte, soutenue par les créations d'emplois en cours et par l'augmentation de la richesse des ménages. La reprise de l'investissement continue également de bénéficier des conditions de financement très favorables et des améliorations de la rentabilité des entreprises. La reprise mondiale généralisée devrait soutenir les exportations de la zone euro, malgré un effet modérateur découlant de l'appréciation de l'euro.

S'agissant des risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que ces risques demeuraient globalement équilibrés. D'une part, les risques à la hausse sont liés à la possibilité que la dynamique conjoncturelle favorable constatée actuellement puisse générer une reprise économique plus vigoureuse qu'attendu. D'autre part, les risques à la baisse ont été perçus comme découlant notamment de l'environnement international, en lien avec des facteurs géopolitiques et des vulnérabilités dans certaines économies de marché émergentes. Par ailleurs, il a également été considéré que, si la forte dynamique de croissance domestique pouvait, dans une certaine mesure, atténuer l'impact d'un euro plus fort sur l'économie de la zone euro, les évolutions sur les marchés des changes représentent un risque à la baisse pour la croissance et l'inflation dans la zone euro.

Un certain nombre de remarques ont été formulées à propos de l'évolution récente des taux de change. Lors de l'analyse de ces évolutions, il a été jugé important de prendre en compte, comme cela a été fait dans les projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE, les principaux facteurs à l'origine de l'appréciation de l'euro, les répercussions sur les perspectives de croissance et d'inflation étant dépendantes de ces causes profondes. L'approche retenue par les services de la BCE pour la décomposition des chocs, à partir d'un modèle, qui attribue approximativement un tiers à chacune des contributions provenant de la demande, de la politique monétaire et de chocs exogènes de taux de change, a reçu un certain appui. Il a été considéré que l'appréciation de l'euro à ce jour pouvait, dans une certaine mesure, être vue comme endogène et comme le reflet d'évolutions plus favorables dans la zone euro, liées à une croissance plus soutenue et à une diminution de la perception du risque politique.

Cela étant, des questions ont été soulevées quant à l'approche retenue par les services de la BCE pour le traitement de l'impact du taux de change dans les projections de septembre. Il a été souligné que l'effet de l'appréciation de l'euro sur la croissance et l'inflation était incertain. L'identification des sources de



l'appréciation du taux de change a été considérée comme dépendante du modèle et nécessitant donc une analyse plus approfondie. Même si une partie de la récente appréciation a découlé des évolutions favorables de la croissance dans la zone euro, une part importante peut toujours être considérée comme exogène, y compris la part attribuée aux chocs relatifs de politique monétaire. Si l'appréciation de l'euro peut probablement être liée à un sentiment plus favorable envers la zone euro, il a été souligné que les variations du taux de change reflétaient également des évolutions dans d'autres pays. Il est à noter que les anticipations des marchés relatives à la croissance américaine ont été révisées, par rapport au début de l'année, comme l'ont été les anticipations relatives aux perspectives d'évolution des politiques monétaire et budgétaire aux États-Unis.

Les membres du Conseil ont fait part de leurs inquiétudes quant au risque d'une surappréciation du taux de change. Il a été rappelé que dans les projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE, le taux de change était supposé constant sur l'horizon de projection. Dans ce contexte, la rapidité de la récente appréciation a été soulignée, y compris après la date d'arrêt des projections.

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.

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 de l'IPCH total dans la zone euro s'est établie à 1,5 % en août 2017, selon l'estimation rapide d'Eurostat, contre 1,3 % les deux mois précédents. Les membres du Conseil se sont accordés à reconnaître que, même si les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté ces derniers mois, elles restent toutefois, globalement, à des niveaux modérés. L'inflation sous-jacente au sein de la zone euro devrait progresser 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 la hausse des salaires. Toutefois, même si l'on table sur une remontée continue de l'inflation sous-jacente, sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation totale devraient probablement diminuer de façon temporaire vers la fin de l'année, principalement en raison d'effets de base négatifs relatifs aux prix de l'énergie.

Ce diagnostic ressort, globalement, des projections de septembre 2017 établies par les services de la BCE, dans lesquelles les perspectives de progression de l'IPCH restent inchangées pour 2017 mais sont légèrement révisées à la baisse pour 2018 et 2019, principalement en raison de l'appréciation récente de l'euro. Cela étant, les questions soulevées sur le traitement du taux de change dans les projections actuelles pourraient signifier des risques à la baisse. Lors de l'examen des perspectives d'évolution de l'inflation figurant dans les projections de septembre, 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, notamment le rôle des évolutions des anticipations d'inflation et des pratiques d'indexation des salaires.

À l'occasion de l'analyse des mesures de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés à considérer qu'il n'y avait pas encore de signes convaincants d'une convergence soutenue vers des niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation de la BCE. Dans le même temps, plusieurs mesures de l'inflation

sous-jacente ont légèrement augmenté par rapport au second semestre 2016. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est, par exemple, passée à 1,2 % en août cette année, après quelque 0,8 % un an auparavant. Cette évolution laisse entrevoir les premiers signes d'une lente reprise de l'inflation à mesure que l'expansion économique s'accélère. Il a été affirmé qu'il n'y avait guère de doute sur la direction que prendra l'inflation sous-jacente mais une plus grande incertitude sur son rythme.

En examinant les tensions sur les coûts de main-d'œuvre ressortant des dernières projections, il a été noté que les évolutions des salaires étaient restées modérées, la croissance annuelle de la rémunération par tête revenant de 1,4 % au quatrième trimestre 2016 à 1,2 % au premier trimestre 2017. L'argument a été avancé que, même si la dynamique des salaires s'est montrée décevante jusqu'à présent, les tensions sur les coûts sont appelées à se renforcer progressivement avec la poursuite de l'expansion économique. L'attention a encore été attirée sur l'importance croissante des composantes non salariales des coûts de main-d'œuvre, ce qui pourrait refléter une réorientation des négociations salariales dans plusieurs pays. Les capacités inutilisées sur le marché du travail, bien que toujours importantes, suivent clairement une trajectoire décroissante, ce qui devrait finalement se traduire par une accélération de la croissance des salaires. Par ailleurs, les enquêtes auprès des entreprises ont signalé l'apparition de pénuries de main-d'œuvre pour différents profils de compétences. Toutefois, on a également considéré que le scénario de référence des dernières projections des services de la BCE incorpore toujours des risques à la baisse pour les perspectives d'évolution des salaires, surtout au vu de la surestimation persistante des salaires dans les projections passées.

Les membres du Conseil ont également fait référence aux évolutions récentes des anticipations d'inflation. Les mesures à long terme, fondées sur les marchés ou tirées d'enquêtes, sont restées globalement inchangées. Si, dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, la mesure des anticipations d'inflation à long terme à l'horizon de cinq ans est ressortie à 1,8 %, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est resté à 1,6 %. Dans l'ensemble, les évolutions récentes ont indiqué que les anticipations d'inflation restaient largement ancrées et que le risque déflationniste avait en grande partie disparu. Dans le même temps, des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles une période plus longue d'inflation inférieure à la définition de la stabilité des prix de la BCE pourrait avoir un impact négatif sur les anticipations d'inflation.

Dans l'ensemble, alors que les membres du Conseil ont considéré que l'expansion économique en cours augmentait la confiance dans le renforcement progressif de la dynamique de l'inflation, ils ont continué de souligner qu'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 très accommodante de la politique monétaire.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. En dépit d'une certaine volatilité mensuelle, la monnaie au sens large (M3) a poursuivi son expansion à un rythme vigoureux et 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 sociétés non financières.

Le coût du financement de marché, ainsi que les taux des prêts bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages, sont restés proches des points bas historiques, favorisant les flux de crédit dans la zone euro et la poursuite de la transmission de l'orientation de la politique monétaire à l'expansion économique en cours dans la zone. Il est considéré comme encourageant que l'encours des créances douteuses ait encore diminué au premier trimestre 2017, dans un contexte de fonds propres des banques renforcés et d'amélioration des perspectives de bénéfices, même si la rentabilité globale des banques s'est maintenue à de faibles niveaux.

#### *Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener*

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation de M. Praet dans son introduction selon laquelle les informations disponibles ont confirmé dans l'ensemble des perspectives à moyen terme globalement inchangées pour la croissance économique et l'inflation dans la zone euro, comme le montrent également les projections de septembre 2017 réalisées par les services de la BCE. Tandis que l'expansion économique est demeurée solide et généralisée à travers les pays et les secteurs, la dynamique de l'inflation est restée modérée et les signes d'avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation sont généralement jugés comme étant encore insuffisants. Dans le même temps, il existe des raisons d'avoir confiance dans la convergence graduelle de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, inférieur à, mais proche de 2 %.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation de M. Praet selon laquelle les conditions financières se sont durcies, dans une certaine mesure, au cours de la période écoulée depuis la réunion de politique monétaire de juillet 2017, en raison notamment de l'appréciation de l'euro, bien que, dans l'ensemble, elles soient restées favorables à l'expansion économique en cours. Les taux d'intérêt à long terme ont fléchi et les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages sont restées favorables. Tandis que la récente appréciation du taux de change de l'euro est perçue comme reflétant dans une certaine mesure l'amélioration de l'environnement économique dans la zone euro et, en conséquence, l'évaluation par les marchés des perspectives de la politique monétaire de la BCE par rapport à celles d'autres grandes banques centrales, des préoccupations ont été exprimées, notamment en ce qui concerne la dynamique récente. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les mouvements récents du taux de change de l'euro ont constitué une source d'incertitudes nécessitant une surveillance en raison de ses implications à moyen terme pour la stabilité des prix.

Il a été souligné que, tandis que la confiance dans l'évolution prévue de l'inflation a continué de se renforcer, l'expansion économique actuelle devait encore se traduire de façon plus convaincante par une dynamique d'inflation plus forte. Par conséquent, aujourd'hui, les données disponibles continuent d'indiquer que les progrès sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs ne sont toujours pas entièrement convaincants et qu'il est encore nécessaire de faire preuve de patience. L'inflation devrait rester relativement éloignée de l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs pendant quelque temps, notamment parce que les anticipations d'inflation à moyen

terme sont encore modérées et qu'un certain nombre de facteurs structurels freinent un ajustement plus dynamique de l'inflation.

Dans le même temps, la confiance dans la convergence attendue de l'inflation vers l'objectif a été soutenue par le rebond des mesures de l'inflation sous-jacente, par une stabilisation des anticipations d'inflation en dépit de l'appréciation du taux de change et par le contexte d'une croissance de plus en plus vigoureuse. Il a également été remarqué que le niveau et la direction de l'inflation prévue à la fin de l'horizon de projection constituaient des éléments rassurants. Cependant, il a été souligné que le scénario de référence pour l'inflation demeurerait subordonné de manière déterminante à des conditions de financement très favorables, qui dépendent à leur tour dans une large mesure de l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire.

Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire demeurerait indispensable pour aviver les tensions inflationnistes et soutenir l'inflation totale sur le moyen terme. Pour la présente réunion, ce constat justifie de maintenir l'orientation de la politique monétaire inchangée. Cela repose sur le maintien de tous les éléments constitutifs de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs concernant les taux directeurs de la BCE, du rythme et de l'horizon des achats au titre de l'APP, de la séquence implicite des instruments figurant dans la *forward guidance* et de l'indication selon laquelle les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance dans le cadre de l'APP seraient réinvestis aussi longtemps que nécessaire.

De plus, étant donné que la fin de l'horizon prévu pour les achats nets d'actifs approche, les membres du Conseil ont réaffirmé qu'une décision était nécessaire à l'automne concernant les instruments monétaires de la BCE pour la période allant au-delà de la fin de l'année. Il serait nécessaire de fonder cette décision sur une évaluation complète des perspectives d'inflation, des risques entourant ces perspectives et de l'orientation de politique monétaire et des conditions financières nécessaires à un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Par conséquent, les comités de l'Eurosystème devraient poursuivre leurs travaux d'expertise technique en examinant les scénarios possibles pour l'évolution future des instruments monétaires, en considérant leur impact sur les conditions financières et les perspectives d'inflation à moyen terme et également en observant l'expérience d'autres banques centrales.

Les membres du Conseil ont ensuite commencé à discuter de l'orientation future de la politique monétaire, des considérations susceptibles de guider un recalibrage des instruments et des canaux de transmission par lesquels ils déterminent les conditions financières et les perspectives de stabilité des prix. Il a été largement admis que la poursuite d'un soutien substantiel de la politique monétaire était encore nécessaire pour garantir que les taux d'inflation renouent durablement avec des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, le renforcement de l'économie de la zone euro et la dissipation des risques déflationnistes ont soutenu la confiance accrue dans l'idée que l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs serait atteint à moyen terme.

Il a été avancé que l'on voit progressivement se réunir les conditions permettant d'adapter l'intensité de l'orientation de la politique monétaire et fournissant l'opportunité de réduire les achats nets d'actifs de l'Eurosystème.

Dans ce contexte, il a été réaffirmé que le Conseil des gouverneurs devait regagner une plus grande marge de manœuvre et davantage de flexibilité pour ajuster sa stratégie et l'orientation accommodante de sa politique monétaire dans un sens ou dans l'autre, en tant que de besoin, pour faire face à un cycle économique arrivant à maturité et à d'éventuels chocs à l'avenir. Toutefois, il a été souligné que cette marge de manœuvre émergerait naturellement d'une conduite réussie de la politique monétaire favorisant le redressement de l'économie de la zone euro et un retour rapide de l'inflation à des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Dans le même temps, il a été souligné qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était encore nécessaire pour que l'inflation converge durablement vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Des appréhensions ont été largement exprimées concernant la période très prolongée sur laquelle l'inflation a été – et devrait demeurer – éloignée de l'objectif du Conseil des gouverneurs. Le Conseil des gouverneurs doit rester parfaitement symétrique dans son engagement à réaliser son objectif de politique monétaire. Par conséquent, toute réévaluation de l'orientation de politique monétaire devrait être réalisée d'une façon très progressive et prudente, tout en maintenant une flexibilité suffisante, et en tenant également compte des incertitudes actuelles sur les perspectives d'inflation et les conditions financières. Dans ce contexte, l'attention a été attirée sur la nécessité d'être attentif aux anticipations de marché et au risque d'évolutions injustifiées des conditions financières, qui pourraient mettre en péril les progrès vers un ajustement durable de l'inflation. D'autre part, il a été avancé que les anticipations d'un recalibrage des achats d'actifs dans la zone euro au début de l'année ont été incorporées dans les conclusions des analystes, atténuant peut-être ces inquiétudes. De plus, il a été remarqué que l'évaluation de l'orientation de politique monétaire devait s'appuyer fermement sur le jugement du Conseil des gouverneurs concernant la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, sans conférer un poids plus important aux anticipations de marché.

Les membres du Conseil ont également débattu de certains arbitrages généraux inhérents aux divers scénarios relatifs au recalibrage futur de l'APP et, en particulier, au choix entre rythme et durée envisagée. Dans le cadre des indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs, les bénéfices retirés d'un horizon prévu plus long pour les achats, associés à une réduction plus importante du rythme d'achats, ont été comparés avec ceux retirés d'une période d'achats plus courte et de volumes mensuels plus élevés.

Dans ce contexte, il a été réaffirmé que les coûts et les bénéfices de l'extension des achats réalisés dans le cadre de l'APP, y compris les risques susceptibles de peser sur la stabilité financière, doivent être pris en compte.

Il a également été avancé que l'orientation de la politique monétaire resterait très accommodante dans chaque scénario en raison du large éventail d'instruments en place, notamment le réinvestissement du principal des titres arrivant à échéance, la liquidité liée aux opérations de refinancement à plus long terme et les indications fournies sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Depuis fin 2014, l'Eurosystème a accumulé un stock très important d'actifs du secteur public et du secteur privé, qui sera conservé dans le bilan

de l'Eurosystème, par le biais du réinvestissement du principal des paiements, aussi longtemps que nécessaire.

De plus, il a été souligné que les indications sur la trajectoire des taux directeurs font partie intégrante de l'orientation globale de la politique monétaire. Plus généralement, il a été réaffirmé que, globalement, l'orientation accommodante était déterminée par la combinaison de l'ensemble des mesures de politique monétaire mises en œuvre par la BCE et que l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation devait s'appliquer à la conception globale et à l'orientation générale de la politique monétaire de la BCE dans son ensemble, et non à des instruments particuliers considérés isolément, comme la durée et le rythme de ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP.

S'agissant du calendrier des futures décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'essentiel des décisions, y compris la stratégie en termes de recalibrage des instruments de politique monétaire, pourraient être prises en octobre lors de la prochaine réunion de politique monétaire, sans exclure toutefois la possibilité que certaines décisions techniques puissent être arrêtées à un stade ultérieur.

#### *Décisions de politique monétaire et communication*

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les suggestions avancées par M. Praet dans son introduction. Il était important de souligner que la poursuite de la forte dynamique de l'économie de la zone euro soutient la confiance dans une évolution progressive de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation à moyen terme de la BCE. Dans le même temps, il a été reconnu que la dynamique de l'inflation était demeurée atone et qu'il convenait encore de faire preuve de patience pour que l'inflation converge durablement vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il convient de souligner que la volatilité récente du taux de change de l'euro a constitué une source d'incertitudes qui a dû être surveillée en raison de ses éventuelles implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. S'il a dû être rappelé que le taux de change ne constitue pas un objectif de politique monétaire pour la BCE, il est cependant très important pour la croissance et l'évolution de l'inflation dans la zone euro.

Un large consensus s'est dégagé pour souligner, comme à de précédentes occasions, la nécessité de continuer à faire preuve de persévérance et de patience dans la conduite de la politique monétaire. Une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable au renforcement des tensions inflationnistes. Pour la présente réunion, cela implique de confirmer le maintien de tous les éléments des indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future de ses taux, y compris la séquence des instruments figurant dans ces indications, et de réitérer qu'il demeure prêt à ajuster la taille et/ou la durée des achats d'actifs si nécessaire.

Pour l'avenir, la communication claire et prospective du Conseil des gouverneurs est bénéfique, tandis qu'une certaine flexibilité est requise afin de préparer et de calibrer de façon appropriée le degré nécessaire

d'accommodation de la politique monétaire. Il a donc fallu réaffirmer que, tenant compte de l'évolution attendue de l'inflation et des conditions financières nécessaires à un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %, le Conseil des gouverneurs déciderait, à l'automne, du calibrage de ses instruments monétaires pour la période allant au-delà de la fin de l'année. Dans ce contexte, il était nécessaire de souligner que toute réévaluation de l'orientation de politique monétaire est fondée sur l'évaluation des perspectives de stabilité des prix à moyen terme formée par le Conseil des gouverneurs.

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 a prévu que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient à leurs niveaux actuels sur 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 rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 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 achats nets s'effectueraient en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. 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.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que le président et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170907.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170907.fr.html>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 6-7 septembre 2017

### **Membres**

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

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

### **Autres participants**

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat  
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques  
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques



**Personnes accompagnantes**

M. Alves  
M. Bitāns  
M. Bradeško  
Mme Buch  
M. Demarco  
Mme Donnery  
M. Gaiotti  
M. Hernández de Cos  
M. Kaasik  
M. Kuodis  
Mme Le Lorier  
M. Mooslechner  
M. Panetta, suppléant de M. Visco  
M. Schoder  
M. Stavrou  
M. Swank  
M. Tavlás  
M. Toth  
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 jeudi 23 novembre 2017.