



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

11 octobre 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 12 et le jeudi 13 septembre 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 intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, les 25 et 26 juillet 2018.

Une volatilité accrue a été observée pour les devises de certaines économies de marché émergentes, notamment l'Argentine et la Turquie, mais également le Brésil et l'Afrique du Sud. Sur les marchés des valeurs à revenu fixe, les écarts de rendement des obligations souveraines de l'Argentine et de la Turquie se sont creusés davantage, en proportion, que ceux des autres marchés émergents, avec seulement des signes de contagion limités.

Dans les économies avancées, le taux de change euro/dollar a affiché une certaine volatilité, l'euro chutant à son plus bas niveau en plus d'un an après la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, mais ce mouvement s'inversant en grande partie par la suite. À partir de mi-avril, et avec une accentuation depuis mi-juin, on a observé une réduction des positions spéculatives longues nettes sur l'euro qui sont revenues à des niveaux globalement neutres, ce qui pourrait avoir contribué à amplifier les variations du taux de change euro/dollar.

S'agissant des marchés obligataires aux États-Unis, la demande intérieure et la politique monétaire pourraient continuer d'exercer des pressions à la hausse sur le rendement de l'emprunt public à dix ans. Dans le même temps, la montée du risque au niveau mondial et les mouvements de refuge vers les bons du Trésor américains ont probablement exercé sur les rendements des pressions à la baisse, qui ont globalement compensé les pressions à la hausse. De même, l'aversion au risque au niveau mondial a probablement amplifié les pressions à la hausse sur le dollar, liées à l'amélioration des perspectives économiques et au resserrement de la politique monétaire aux États-Unis

Sur les marchés obligataires de la zone euro, les prix sur le marché des obligations souveraines italiennes ont été relativement volatils au cours des dernières semaines. Une certaine stabilisation est intervenue récemment, mais à des niveaux nettement supérieurs à ceux observés avant la formation du nouveau gouvernement italien. Les répercussions des évolutions du marché des obligations souveraines italiennes sur les autres marchés obligataires européens ont toutefois été très limitées.

Sur les marchés boursiers, l'indice EuroStoxx 50 a baissé de 5 % environ depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet et est inférieur de plus de 10 % à son pic de janvier 2018. Ce recul est lié notamment aux valeurs bancaires européennes, comme le montre la sous-performance de l'indice EuroStoxx Banks. En revanche, les cours boursiers ont augmenté de façon continue aux États-Unis depuis la correction intervenue au printemps 2018 et l'indice Standard & Poor's 500 se situe à présent 8 % au-dessus de son niveau de début 2018.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Enfin, en ce qui concerne les anticipations relatives à la politique monétaire, la courbe des taux des *swaps* indexés sur le taux au jour le jour (OIS) a connu divers épisodes d'aplatissement après la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 juin 2018, ce qui indiquait que les marchés s'attendaient à un ralentissement du rythme de la normalisation des taux. La date attendue pour un premier relèvement des taux directeurs n'a toutefois pas changé sensiblement depuis les 25 et 26 juillet. Les prix intègrent actuellement une première hausse de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt de la BCE au quatrième trimestre 2019, tandis que les informations tirées d'enquêtes suggèrent un calendrier légèrement plus rapproché, ce qui pourrait refléter en partie l'existence de primes de terme négatives dans les taux OIS.

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'expansion économique mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier, à des taux proches du potentiel mais avec des divergences importantes entre pays. La dynamique de l'inflation et des salaires s'est renforcée. Dans le même temps, le commerce mondial s'est ralenti et les menaces protectionnistes ont persisté. Les prix du *Brent* libellés en dollars ont augmenté de 8 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, et les prix des matières premières hors pétrole ont baissé de 2,3 %. L'euro s'est légèrement apprécié en termes effectifs nominaux mais s'est un peu déprécié vis-à-vis du dollar.

S'agissant de la zone euro, les données récentes ont indiqué que le fléchissement enregistré au premier semestre 2018 traduisait un recul par rapport à la croissance très élevée des trimestres précédents, lié principalement à une plus faible demande d'exportations. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, les indicateurs à haute fréquence se sont stabilisés et sont demeurés à des niveaux élevés, soulignant la robustesse globale de l'activité économique. La consommation privée a continué d'augmenter à un rythme robuste au deuxième trimestre 2018, soutenue par la poursuite de la hausse des revenus du travail. La vigueur de la demande et des bénéfices a continué de favoriser l'investissement des entreprises. Les enquêtes ont montré que l'utilisation des capacités de production dans le secteur producteur de biens d'équipement est restée à ses plus hauts niveaux historiques. Dans le même temps, la dynamique des échanges commerciaux de la zone euro a continué de se modérer en mai. Ce fléchissement a reflété principalement un ralentissement des échanges commerciaux hors zone euro, en particulier avec l'Asie, et s'est concentré sur les échanges de biens intermédiaires.

Ces évolutions se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE pour la zone euro, selon lesquelles la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 2,0 % en 2018, à 1,8 % en 2019, et à 1,7 % en 2020, ce qui représente une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2018 et 2019. Ces révisions sont principalement attribuables à une contribution

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

plus faible que précédemment attendu des exportations nettes, sous l'effet de révisions à la baisse de la demande extérieure et d'une appréciation du taux de change effectif de l'euro. Ces effets ont contrebalancé l'incidence positive exercée sur la demande intérieure par la baisse des taux des prêts et des mesures de relance budgétaire. Les projections établies par les services de la BCE se situent dans le bas de la fourchette des autres prévisions disponibles pour 2018 et 2019 et dans le haut de la fourchette pour 2020.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 2,0 % en août contre 2,1 % en juillet et hors énergie et produits alimentaires, elle est revenue à 1,0 % après 1,1 % sur la même période. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées, mais se sont inscrites sur une trajectoire d'amélioration progressive. Les données disponibles ont soutenu l'évaluation selon laquelle les tensions d'origine interne sur les coûts se sont renforcées et généralisées. Dans la chaîne d'approvisionnement domestique, la hausse des prix à la production des biens et des services s'est accélérée et les prix des biens de consommation importés ont de nouveau augmenté. En ce qui concerne les évolutions des salaires, la hausse annuelle de la rémunération par tête a atteint 2,3 % au deuxième trimestre 2018, après 1,9 % au premier trimestre.

D'après les projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait ressortir à 1,7 % pour chacune des années de la période de projection, sans changement par rapport aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. La trajectoire stable des taux d'inflation annuels moyens a continué de masquer une baisse du rythme de croissance annuel de la composante énergie, liée à l'atténuation des effets des augmentations antérieures des prix du pétrole, qui a été compensée par une accélération progressive de l'inflation sous-jacente, associée au renforcement des contraintes de capacité. Les projections de septembre ont été conformes aux prévisions des autres institutions internationales et du secteur privé.

Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont restées largement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet.

Les conditions financières se sont durcies, dans une certaine mesure, tandis que le coût de financement est resté favorable pour les sociétés non financières (SNF) et les ménages. La date anticipée pour un premier relèvement des taux directeurs de la BCE est resté largement inchangée. Les marchés boursiers de la zone euro ont baissé depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, les anticipations de bénéfices restant globalement inchangées. Le coût de financement total des entreprises de la zone euro est demeuré très favorable au regard des normes historiques.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de M3 s'est ralentie en juillet, à 4,0 %, reflétant en partie la volatilité et des effets de base. Dans le même temps, s'agissant des sources de la création monétaire, on a continué d'observer un passage du programme d'achats d'actifs (APP) au crédit privé. Les taux débiteurs bancaires de la zone euro sont restés favorables et proches des points bas historiques. Le coût d'emprunt composite pour les SNF a baissé à 1,6 % en juillet, tandis que le taux composite appliqué aux prêts au logement consentis aux ménages est resté stable à 1,8 %.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant de la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait passer de globalement neutre à légèrement expansionniste en 2019.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a conclu que, depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, les conditions financières se sont légèrement durcies tandis que les conditions d'emprunt pour les ménages et les entreprises restaient très favorables.

Les informations disponibles, notamment les projections établies par les services de la BCE en septembre 2018, confirment l'évaluation précédente d'une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro à un rythme supérieur à son potentiel. Les projections de croissance pour 2018 et 2019 ont été légèrement révisées à la baisse, reflétant principalement l'affaiblissement de la demande extérieure.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés. Les incertitudes liées à la menace protectionniste, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers se sont cependant accrues récemment.

Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les tensions d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent, du fait de la poursuite de l'expansion économique, des niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et des tensions croissantes sur les marchés du travail. Les projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE prévoient une inflation à 1,7 % tout au long de la période de projection, sans révision par rapport aux projections de juin 2018 des services de l'Eurosystème.

Dans ce contexte, et conformément aux anticipations exprimées lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin, M. Praet a proposé, premièrement, de réduire, à partir d'octobre, le rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2018 ; deuxièmement, de réitérer l'anticipation selon laquelle – si les données lui parvenant confirment ces perspectives d'inflation à moyen terme – le Conseil des gouverneurs mettra un terme à ses achats nets à la fin de décembre 2018 ; et, troisièmement, de réaffirmer tous les autres éléments constitutifs de la *forward guidance* relatifs aux taux directeurs de la BCE, notamment l'anticipation selon laquelle ils seront maintenus à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

En conséquence, la communication externe doit souligner : (a) que les nouvelles informations disponibles confirment la poursuite d'une croissance généralisée dans la zone euro ; (b) que les risques pesant sur les perspectives de croissance peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés, et reconnaître que les risques liés à la menace protectionniste, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers se sont accrues récemment ; (c) que la vigueur de l'économie de la zone euro soutient la confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

gouverneurs et dans son maintien même après la fin progressive de ses achats nets d'actifs ; et, (d) réaffirmer qu'un niveau significatif de soutien monétaire reste nécessaire pour une convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs et qu'il continuera d'être apporté par les achats nets d'actifs jusqu'à la fin de l'année, par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés, ainsi que par le pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux d'intérêt directeurs de la BCE.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance du PIB en volume s'est ralentie au premier semestre 2018, ce recul par rapport à la forte croissance enregistrée en 2017 étant principalement lié à l'affaiblissement de la demande extérieure. Cependant, les derniers indicateurs et résultats d'enquêtes confirment dans l'ensemble l'évaluation précédente d'une croissance généralisée de l'activité économique dans la zone euro, à des taux supérieurs à son potentiel, ainsi qu'il ressort globalement des projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE.

Compte tenu des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la croissance de l'activité mondiale s'est poursuivie à un rythme régulier. Le scénario d'une poursuite de l'expansion économique se reflète dans les projections de septembre, qui tablent sur une croissance de l'activité mondiale hors zone euro ressortant à 3,9 % en 2018, avant de revenir à 3,7 % en 2020, avec de légères révisions à la baisse par rapport aux projections de juin des services de l'Eurosystème. Dans le même temps, la dynamique des échanges s'est quelque peu ralentie, et les membres du Conseil ont estimé que les incertitudes liées à des facteurs mondiaux se sont accentuées, les risques entourant l'environnement extérieur étant dans l'ensemble considérés comme orientés négativement.

Les membres du Conseil ont discuté plus en détail de l'incidence du protectionnisme commercial sur les perspectives mondiales. Outre les effets directs résultant de l'application des droits de douane, des inquiétudes ont été exprimées à propos de la possibilité que les tensions commerciales engendrent une détérioration plus générale de la confiance dans l'ensemble de l'économie mondiale. Cependant, il a été souligné que les effets de confiance défavorables sur les échanges commerciaux et l'investissement qui résultent des tensions commerciales ont été jusqu'à présent limités et que ces effets sont soumis à une incertitude considérable. L'attention a été attirée sur les baisses récentes des commandes mondiales et des commandes à l'exportation qui ressortent des enquêtes auprès des directeurs d'achat.

Les membres du Conseil ont également procédé à un échange de vues sur les implications des évolutions récentes dans les économies de marché émergentes. Il a été observé que la dépréciation des devises de ces économies était jusqu'ici relativement contenue et touchait principalement les pays dont les fondamentaux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

sont faibles, et dont les niveaux de dette extérieure et, en particulier, l'exposition au dollar, sont relativement élevés. Plus généralement, il a été noté que la croissance dans les économies de marché émergentes avait apporté une contribution positive importante à l'activité mondiale au cours des dix dernières années, et qu'un ajustement naturel était en cours. Dans le même temps, certaines indications donnent à penser que la zone euro réduit sa dépendance à la demande extérieure au profit de sources de dépenses intérieures, ce qui renforcerait sa résilience.

S'agissant de la zone euro, les membres du Conseil ont dans l'ensemble approuvé les perspectives présentées dans les projections des services de la BCE de septembre, notant que les projections actuelles comportaient de légères révisions à la baisse, mais aucune modification significative des perspectives de croissance par rapport aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Conjointement avec les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes, cela confirme également que la croissance économique dans la zone euro reste généralisée et se poursuit à un rythme supérieur à celui de la croissance potentielle. Tandis que le recul de la croissance dans la zone euro au premier semestre pourrait être imputable à l'affaiblissement de la demande extérieure, après des échanges commerciaux exceptionnellement robustes en 2017, il a été avancé que la modération des taux de croissance annuels sur l'horizon de projection reflétait une convergence vers une croissance conforme au potentiel. Il a été souligné que les derniers résultats d'enquêtes, y compris celles de la Commission européenne et l'indice des directeurs d'achat, demeuraient à des niveaux élevés au regard des évolutions passées.

Dans le même temps, certaines données objectives récentes ont été moins positives que les indicateurs subjectifs (*soft indicators*). Les chiffres de la production industrielle en juillet, par exemple, ont baissé, plus particulièrement pour plusieurs grands pays de la zone euro. Pour une part, cette évolution est liée à une diminution des commandes de l'étranger, mais dans certains cas elle peut s'expliquer en partie par des facteurs spécifiques aux différents secteurs.

Dans l'ensemble, il a été estimé que l'économie de la zone euro avait présenté un fort degré de résilience domestique jusqu'à présent et qu'elle avait gagné en robustesse ces dernières années, dans un contexte d'augmentation du taux d'utilisation des capacités de production et en partie sous l'effet des réformes importantes engagées par de nombreux pays de la zone euro depuis la crise financière. Toutefois, dans le même temps, la prudence a été jugée de mise, dans la mesure où le renforcement de l'incertitude relative à l'environnement international pourrait néanmoins affecter la zone euro plus fortement au fil du temps.

Un certain nombre de points ont été soulevés à propos des dernières projections établies par les services de la BCE relatives à l'activité de la zone euro, qui continuent de tabler sur une perspective solide, avec seulement de légères révisions des projections de croissance. Il a été rappelé que deux corrections à la baisse ont déjà été apportées successivement à la croissance, les perspectives pour 2018 ayant été révisées à la baisse, de 2,4 % lors de l'exercice de projection de mars 2018 à 2,1 % et 2,0 % lors des exercices de juin et septembre, respectivement, reflétant en grande partie des données moins favorables pour ce trimestre, tandis que les variations du PIB en volume en glissement trimestriel ont été limitées. Dans ce contexte, une observation a été formulée selon laquelle certains facteurs à l'origine des révisions pourraient ne pas être entièrement de nature transitoire. S'agissant de la projection relative à la croissance des exportations de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

zone euro, il a été souligné que les parts de marché à l'exportation étaient supposées demeurer constantes sur l'horizon de projection, ce qui pourrait être considéré comme un scénario plutôt favorable. Dans le même temps, il a été admis qu'une grande part de l'appréciation récente de l'euro était due aux évolutions de la livre turque, et que les effets induits risquaient donc d'être plus hétérogènes selon les pays de la zone euro. Il a également été avancé que les effets de contagion d'une faiblesse de la demande extérieure sur la demande intérieure pourraient être plus importants. Même si les effets sur l'investissement sont limités jusqu'à présent, il n'est pas certain que cela continue d'être le cas.

S'agissant des politiques budgétaires, des observations ont été formulées quant à la probabilité que l'incidence à la hausse d'une orientation budgétaire plus expansionniste sur la croissance de la zone euro soit plus forte, évolution à laquelle on pourrait s'attendre dans plusieurs grands pays. Dans le même temps, le risque existe que des politiques budgétaires procycliques puissent avoir un effet négatif sur la résilience. Il a été souligné qu'il convenait de prendre en considération la qualité des dépenses publiques et leur incidence sur la production potentielle. Plus généralement, l'expansion économique généralisée qu'on observe actuellement appelle une reconstitution des réserves budgétaires. Dans le même temps, l'application intégrale et systématique du cadre de gouvernance budgétaire et économique de l'UE, sur la durée et dans tous les pays, reste essentielle pour accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro.

Dans ce contexte, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro ont été jugés, dans l'ensemble, comme demeurant globalement équilibrés, les risques liés à la montée du protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers s'étant accrus récemment. Bien qu'il ait été observé qu'on pouvait également qualifier les risques entourant l'activité comme étant désormais orientés à la baisse compte tenu de la nette prédominance des risques à la baisse au niveau international, il a été convenu que l'évaluation selon laquelle les risques étaient globalement équilibrés devait être maintenue, notamment car la vigueur sous-jacente de l'économie a été considérée comme atténuant les risques à la baisse pesant sur l'activité.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation annuelle totale dans la zone euro s'est établie à 2,0 % en août 2018, contre 2,1 % en juillet. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels d'inflation devraient fluctuer autour de leur niveau actuel jusqu'à la fin de l'année. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Il a été observé que les tensions d'origine interne sur les coûts s'accroissent et se généralisent dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, ce qui alimente la hausse des salaires. L'inflation sous-jacente devrait se redresser vers la fin de l'année avant d'augmenter progressivement à moyen terme.

Les membres du Conseil ont considéré que les perspectives d'inflation étaient globalement confirmées par les dernières projections établies par les services de la BCE. Même si l'inflation totale devrait rester légèrement inférieure à 2 % sur l'horizon de projection, les perspectives d'inflation sont considérées comme demeurant globalement sur la bonne voie. Parallèlement, l'incertitude entourant ces perspectives semble diminuer. Un motif d'encouragement a également été trouvé dans les récentes évolutions de l'inflation dans l'OCDE, qui

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

semble s'accélérer. L'inflation sous-jacente dans l'OCDE se situe actuellement approximativement au même niveau qu'en 2007 et le taux d'inflation affiché légèrement au-dessus, de sorte que l'inflation mondiale apporte également un soutien à l'inflation dans la zone euro.

En échangeant sur les évolutions récentes des salaires, les membres du Conseil ont noté un redressement de la croissance des salaires. Cette évolution était manifeste sur une série de mesures, notamment les salaires négociés, la rémunération par tête et la rémunération horaire, surtout dans les pays où le cycle économique était à un stade plus avancé. Ce diagnostic est corroboré par les données présentées pour un certain nombre de pays. L'accélération de la croissance des salaires a généralement été interprétée comme reflétant les tensions sur le marché du travail et a été considérée comme un facteur clé de l'amélioration de la confiance dans les perspectives d'inflation. Toutefois, il a également été souligné que la transmission de l'augmentation des salaires à la hausse des prix à la consommation demeurerait incertaine et soumise à des décalages temporels. À cet égard, il a été affirmé que des taux élevés d'utilisation des capacités de production pouvaient se traduire par une hausse de la productivité du travail, ce qui pourrait atténuer l'incidence de la croissance des salaires sur l'inflation.

Les éventuels effets négatifs des risques de ralentissement de la croissance sur les perspectives d'inflation ont également été envisagés. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont étudié la question de savoir dans quelle mesure un choc d'offre négatif découlant de mesures protectionnistes, se traduisant par des effets positifs sur l'inflation, pourrait être largement contrebalancé par un choc de demande négatif, si les effets sur la confiance étaient significatifs. Compte tenu de l'incertitude entourant une possible réorientation des échanges et d'éventuelles perturbations le long des chaînes d'approvisionnement mondiales, et des effets plus larges sur la confiance, il a été avancé qu'il n'était pas évident de déterminer *ex ante* quels effets seraient prédominants, s'agissant des prix.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les mesures à long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes étaient demeurées globalement inchangées. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a été relativement stable autour de 1,7 % pendant un certain temps, affichant une faible volatilité. Dans l'ensemble, les anticipations d'inflation à plus long terme semblent raisonnablement bien ancrées.

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) s'est ralentie, s'établissant à 4,0 % en juillet 2018, après 4,5 % en juin. L'expansion de M3, en dehors d'une certaine volatilité des flux mensuels, a été de plus en plus soutenue par la création de crédit par les banques. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large.

Il a été noté que la reprise des prêts accordés au secteur privé constatée depuis le début de 2014 se poursuivait. La croissance des prêts aux SNF et aux ménages a été robuste, restant inchangée par rapport à juin dans les deux cas. La création de crédit a été considérée comme étant soutenue par l'amélioration globale des bilans des banques, comme le montre également la poursuite de la baisse de l'encours de

créances douteuses. De même, les taux des prêts accordés aux ménages et aux SNF sont demeurés à des niveaux très favorables, soutenant les flux de crédit au secteur privé.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction selon laquelle les informations disponibles, provenant notamment des projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE, confirmaient globalement l'évaluation faite précédemment par le Conseil des gouverneurs d'une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro, à un rythme supérieur à son potentiel, et d'une augmentation graduelle des tensions inflationnistes. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro continue d'étayer la confiance dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs même après la fin progressive des achats nets d'actifs. Dans le même temps, un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions d'origine interne sur les prix et l'inflation totale à moyen terme.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les conditions financières restaient très favorables à la poursuite de l'expansion économique et à l'accentuation des tensions domestiques sur les prix dans la zone euro, en dépit d'un léger durcissement global depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juillet. En particulier, les prix des actions ont baissé sous l'effet de tensions géopolitiques et commerciales accrues. En outre, le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié, mais cette évolution est principalement attribuable à un affaiblissement des devises de quelques économies de marché émergentes. Il a également été souligné que, sur une période un peu plus longue, l'euro avait connu une forte appréciation (plus de 10 %) depuis le début de 2017. Dans le même temps, les rendements obligataires sont demeurés pratiquement inchangés dans l'ensemble, ou ont légèrement diminué sur la majeure partie de cette période.

Un large consensus s'est également dégagé sur le fait que les nouvelles données, en dépit d'incertitudes persistantes, confirmaient les précédentes évaluations par le Conseil des gouverneurs, lors de ses réunions de politique monétaire de juin et juillet 2018, des progrès effectués vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation. En particulier, les prévisions d'inflation suivent la trajectoire déjà définie dans les projections de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème et sont globalement conformes à l'objectif à moyen terme de la BCE. De même, si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont néanmoins augmenté par rapport aux points bas passés. Des signes encourageants ressortent du renforcement et de la généralisation des tensions domestiques sur les coûts, favorisés par la poursuite de l'expansion économique, par les degrés élevés d'utilisation des capacités de production et par les tensions croissantes sur les marchés du travail, qui font augmenter les salaires. L'incertitude entourant les perspectives d'inflation recule.

Face à la confirmation des perspectives d'inflation à moyen terme, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les décisions de politique monétaire de juin 2018 demeuraient appropriées et ont appelé à la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

réaffirmation de la posture actuelle. En conséquence, les membres du Conseil ont tous soutenu la proposition formulée par M. Praet dans son introduction de réduire le rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros entre octobre et décembre 2018, conformément à ce que le Conseil des gouverneurs prévoyait lors de sa réunion de politique monétaire de juin. Il a également été jugé judicieux de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs prévoyait, si les données lui parvenant confirment les perspectives d'inflation à moyen terme, de mettre alors fin aux achats nets. Cela a été jugé cohérent avec l'approche de la politique monétaire, fondée sur les données, du Conseil des gouverneurs et pleinement conforme aux décisions prises lors de la réunion de politique monétaire de juin. Il a été souligné que les incertitudes liées à la montée du protectionnisme, les vulnérabilités sur les marchés émergents et la volatilité sur les marchés financiers s'étaient accentuées récemment, ce qui continue d'inviter à la prudence dans la formulation de l'orientation de politique monétaire.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont également été d'accord pour estimer qu'un degré élevé de soutien monétaire demeurerait nécessaire afin de garantir une convergence durable de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs. Cela signifie que tous les autres éléments constitutifs de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs concernant les taux directeurs de la BCE et sa politique de réinvestissement doivent être réaffirmés.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les décisions prises par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de politique monétaire de juin concernant l'anticipation de sortie progressive de l'APP et le pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux d'intérêt directeurs de la BCE ont été absorbées sans difficulté par les marchés et sont justifiées par les évolutions des données et projections par la suite. Il a été souligné que, dans un environnement encore soumis à de nombreuses incertitudes, la configuration actuelle de l'orientation de politique monétaire était suffisamment robuste pour faire face à de petits changements dans les perspectives. L'orientation de la politique monétaire demeure très accommodante, notamment en raison du stock d'actifs au bilan de la BCE et des réinvestissements associés, ainsi que du pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux d'intérêt. Cela continue de favoriser une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, tandis que le Conseil des gouverneurs conserve une flexibilité suffisante pour réagir à d'éventuels chocs futurs, le cas échéant.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les éléments proposés par M. Praet dans son introduction. En particulier, il a été jugé approprié de continuer à mener la communication en faisant preuve de fermeté, conformément aux décisions et à la communication adoptées aux réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juin et en juillet. À cet égard, il a été nécessaire de souligner que les données disponibles confirmaient la poursuite d'une expansion généralisée de l'économie de la zone euro. Il a été tout aussi important de souligner que les risques qui entourent les perspectives de croissance de la zone euro peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés, conformément aux évaluations précédentes, même s'il convient de reconnaître que les risques liés à la menace de protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers se sont accentués récemment. Dans l'ensemble, toutefois, il est important de souligner que les

conditions demeurent réunies pour une convergence durable de l'inflation vers la cible à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

À la lumière des incertitudes actuelles persistantes et de la hausse seulement progressive de l'inflation sous-jacente, un large consensus s'est également dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité pour la politique monétaire de rester patiente, prudente et persévérante. À cet égard, il convenait de rappeler que, même si les achats nets réalisés dans le cadre de l'APP touchaient à leur fin, la politique monétaire demeurerait très accommodante. En particulier, un degré élevé de soutien monétaire continuera d'être apporté par le stock important d'actifs acquis et les réinvestissements associés ainsi que par le pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux d'intérêt directeurs par le Conseil des gouverneurs. De plus, il a été généralement considéré comme prudent de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

En outre, il a été considéré comme justifié de rappeler une fois de plus que les autres domaines de la politique économique devaient contribuer de façon plus décisive au relèvement du potentiel de croissance à long terme et à la réduction des vulnérabilités. Cela concerne aussi notamment l'intensification des efforts dans le domaine budgétaire vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance. De surcroît, l'environnement actuel de taux d'intérêt faibles et la croissance généralisée appellent dans une large mesure à la reconstitution des réserves budgétaires, en particulier dans les pays où la dette publique est élevée.

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 a confirmé qu'il continuerait de procéder à des achats nets dans le cadre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Après septembre, le Conseil des gouverneurs réduira le rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards jusqu'à fin décembre 2018, après quoi il prévoit, si les données lui parvenant confirment les perspectives d'inflation à moyen terme, de mettre fin aux achats nets. Le Conseil des gouverneurs entend effectuer le 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 des achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Déclaration introductive

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180913.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180913.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 12-13 septembre 2018

Membres

M. Draghi, président
M. de Guindos, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
Mme Georghadji*
M. Hansson
M. Hernández de Cos
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Makúch
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
M. Rehn
M. Reinesch
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 septembre 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. Arce
Mme Buch
M. Demarco
M. Dolenc
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
M. Pattipeilohy
Mme Phelan
Mme Razmusa, remplaçante de M. Rimšēvičs*
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Tavlas
M. Tratnik
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. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques
M. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 22 novembre 2018.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.