



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

12 juillet 2018

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Riga

le mercredi 13 et le jeudi 14 juin 2018

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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

Évolutions sur les marchés financiers

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

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 25 et 26 avril 2018, l'aversion au risque a augmenté sur les marchés obligataires mondiaux, dans un contexte de tensions géopolitiques et d'incertitude politique croissantes, et s'est accompagnée d'un creusement des *spreads* de crédit et d'un accès de volatilité temporaire sur les marchés. Les tensions commerciales se sont encore aggravées au sein de l'économie mondiale, et certaines économies de marché émergentes sont soumises à des pressions.

L'impact des questions commerciales sur les marchés financiers mondiaux s'est matérialisé dans la réaction des marchés boursiers aux annonces de l'Administration américaine concernant l'ouverture d'une enquête au titre de la Section 232 sur les importations de véhicules et l'extension des droits de douane aux importations d'aluminium et d'acier en provenance du Canada, du Mexique et de l'Union européenne, mettant fin à une période d'exemption de deux mois. Cependant, les marchés boursiers se sont inscrits en hausse dans certaines juridictions depuis fin avril, reflétant en partie les données disponibles qui confirment une croissance économique solide.

À l'issue de la réunion d'avril, les anticipations relatives à la politique monétaire ont évolué dans plusieurs juridictions, notamment dans la zone euro. S'agissant de la BCE, les anticipations des intervenants de marché concernant un premier relèvement des taux ont été légèrement repoussées dans le temps. Pour ce qui concerne les écarts de taux d'intérêt au niveau mondial, l'écart de rendement entre les bons du Trésor américains à deux ans et leur équivalent allemand a augmenté pour s'établir à plus de 300 points de base en mai, son niveau le plus élevé depuis juillet 1997.

Sur les marchés des emprunts publics de la zone euro, les rendements des obligations souveraines des juridictions moins bien notées ont augmenté sensiblement vers la fin mai, dans un contexte de volatilité accrue sur les marchés. Mais dans la plupart des juridictions, les rendements ont effacé une grande partie de leur hausse initiale au cours des deux semaines suivantes. Le rendement de l'emprunt public à dix ans allemand a fléchi en raison de mouvements de report sur des valeurs sûres. Les conditions de financement sont restées globalement favorables pour les banques et les non-banques de la zone euro.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar, inversant dans les faits la forte appréciation observée plus tôt dans l'année. Au total, sur cette période, le dollar ne s'est pas seulement apprécié vis-à-vis de l'euro, mais a affiché un raffermissement général qui s'expliquerait par la divergence conjoncturelle entre les États-Unis et le reste du G10, les variations de la performance relative des marchés boursiers et le creusement des écarts de taux d'intérêt à court terme. M. Cœuré a conclu son introduction en rappelant que les modifications des conditions de financement en dollars avaient

constitué une évolution très importante fin 2017 et en 2018, mais que l'écart entre les taux Libor et OIS s'était réduit plus récemment.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, les indicateurs mondiaux continuent d'aller dans le sens d'une croissance régulière de l'activité économique, en dépit d'un ralentissement du commerce mondial. Dans le même temps, la dynamique de l'inflation reste modérée. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est demeurée stable en avril, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement ralentie, à 1,9 %. Depuis la réunion de politique monétaire d'avril, les prix du *Brent* ont encore augmenté – de 1,8 % en dollars – pour s'établir à 74,8 dollars le baril le 12 juin. Sur la même période, les prix des matières premières hors pétrole sont restés globalement inchangés, tandis que l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar (– 3,5 %) et, dans une moindre mesure, en termes effectifs nominaux (– 0,9%).

S'agissant de l'économie de la zone euro, après les taux de croissance robustes de 0,7 % en rythme trimestriel enregistrés en 2017, la croissance de l'activité économique de la zone s'est ralentie au premier trimestre 2018, ressortant à 0,4 % selon la dernière publication d'Eurostat. Cette modération a reflété un recul par rapport aux niveaux très élevés de croissance enregistrés les trimestres précédents, accentué par certains facteurs temporaires et d'offre et une contribution plus faible des échanges commerciaux. Les données disponibles depuis la réunion d'avril ont de nouveau surpris défavorablement. En particulier, la détérioration des indicateurs de confiance – notamment pour le secteur industriel – s'est poursuivie au deuxième trimestre 2018, d'après les données disponibles jusqu'en mai, mais a été nettement plus faible que les fortes baisses observées au premier trimestre de l'année. Les niveaux enregistrés ont cependant continué d'indiquer une poursuite de la dynamique de croissance. En conséquence, après un début 2018 moins dynamique que prévu, l'expansion économique devrait demeurer vigoureuse et généralisée, et se poursuivre à un rythme supérieur à son potentiel. Les conditions de financement favorables, un marché du travail robuste et une croissance régulière des revenus et des bénéfices ont continué de soutenir la demande privée.

Le marché du travail de la zone euro est resté solide, avec une hausse de l'emploi de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2018 et une baisse du taux de chômage, revenu à 8,5 % en avril. Les anticipations tirées d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance de l'emploi au deuxième trimestre, en particulier dans le secteur des services.

Ces évolutions se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, d'après lesquelles la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 2,1 % en 2018, 1,9 % en 2019 et 1,7 % en 2020. Par rapport aux projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse pour le premier trimestre 2018 et a été laissée globalement inchangée au-delà. Les projections de juin ont été légèrement inférieures aux autres prévisions disponibles pour 2018, probablement en raison de l'inclusion de données

publiées actualisées mais plus faibles, tout en se situant dans la fourchette des prévisions pour le reste de l'horizon de projection.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 1,9% en mai 2018, contre 1,2 % en avril. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est ressortie à 1,1 % en mai, après 0,7% en avril. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées, mais se sont inscrites sur une trajectoire d'amélioration progressive. Les ralentissements récents de la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie ont été largement imputables à la composante volatile « habillement et chaussure » et n'ont pas constitué un signe clair de pressions à la baisse exercées par la transmission des variations du taux de change. La tendance à la hausse observée pour la croissance des salaires a reflété l'amélioration de la situation sur le marché du travail, tandis que d'autres facteurs qui pesaient sur cette croissance, notamment la faible inflation durant la période antérieure, ont commencé à se dissiper.

D'après les projections de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait ressortir à 1,7 % pour chacune des années de la période de projection. Par comparaison avec les projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation mesurées par l'IPCH ont été sensiblement revues à la hausse, de 0,3 point de pourcentage pour 2018 et 2019. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a été légèrement révisée à la hausse pour 2019 et 2020. Par rapport aux autres prévisions, la prévision d'inflation a été supérieure à celles de la plupart des autres institutions pour 2018-2019, en raison des dernières évolutions des prix du pétrole, mais globalement conforme pour 2020.

Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation extraits de divers instruments de marché et tirés de diverses enquêtes sont restés largement inchangés depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril. Toutefois, dans une perspective à plus long terme, depuis le début du programme étendu d'achats d'actifs (APP) en 2015, l'évolution de la distribution neutre au risque des anticipations d'inflation pour la zone euro ressortant des prix des options, par exemple sur un horizon à deux ans, est allée dans le sens d'une amélioration de la confiance des intervenants de marché dans un retour de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les évolutions de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) ont affiché des tendances similaires.

Les conditions financières sont restées globalement stables, malgré un accroissement de la volatilité sur les marchés obligataires dans certains pays. Des baisses importantes des prix des obligations et des actions bancaires ont été enregistrées, tandis que l'endettement et les marchés boursiers ont peu évolué pour les sociétés non financières. Les marchés boursiers de la zone euro ont continué d'être soutenus par la robustesse de la rentabilité des entreprises. Le coût de financement total des entreprises de la zone euro est demeuré très favorable. Le coût nominal du financement externe des sociétés non financières (SNF) n'a, selon les estimations, que faiblement varié depuis la réunion de politique monétaire d'avril, la baisse des cours des actions ayant été en partie compensée par une hausse du coût de l'endettement de marché.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la croissance de la monnaie s'est ralentie au premier trimestre 2018 et s'est établie à 3,9 % en avril, dans le contexte d'une baisse des volumes d'achats d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP. Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé est dans le même temps demeuré sur une trajectoire d'expansion modérée. En avril 2018, le rythme de croissance annuel des prêts aux SNF s'est établi à 3,3 %, comme en mars, et celui des prêts aux ménages est également resté stable, à 2,9 %. L'activité de prêt a continué d'être soutenue par des conditions de financement favorables, le coût d'emprunt composite pour les SNF et les ménages demeurant proches de niveaux historiquement bas.

Les coûts composites du financement des banques de la zone euro sont restés globalement inchangés en avril, proches de leurs points bas de décembre 2017. Le ratio de fonds propres des banques a continué d'augmenter au quatrième trimestre 2017, la baisse progressive des prêts non performants se poursuivant.

S'agissant des évolutions budgétaires, les projections des services de l'Eurosystème de juin 2018 prévoient une orientation budgétaire légèrement expansionniste en 2018, mesurée comme la variation du solde primaire corrigé du cycle. De plus, un nouvel assouplissement de la politique budgétaire a été considéré comme probable sur la période 2019-2020, sur fond d'incertitude politique élevée.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a souligné que, malgré un accroissement de la volatilité sur les marchés obligataires dans certains pays, les conditions financières sont demeurées globalement stables. De plus, les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages ont continué d'être très favorables.

Les conditions économiques sont demeurées bonnes, en dépit de la récente modération de l'activité. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont toujours considérés comme globalement équilibrés. Dans le même temps, les risques à la baisse liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace du protectionnisme, se sont accrus. De plus, le risque d'une persistance de la volatilité des marchés financiers pourrait encore accentuer la baisse.

L'inflation totale s'est inscrite en forte hausse en mai, en raison principalement du renchérissement du pétrole. Si les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés. Les projections des services de l'Eurosystème de juin 2018 prévoient une inflation à 1,7 % tout au long de la période de projection, soutenue par la poursuite de l'expansion économique, les niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, les tensions sur les marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires.

S'agissant des progrès vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, l'évaluation du Conseil des gouverneurs a été guidée par les trois critères que sont la convergence, la confiance et la résilience.

Premièrement, sur la convergence, selon les dernières projections, l'inflation totale et l'inflation hors énergie et produits alimentaires devraient atteindre 1,7 % et 1,9 %, respectivement, en 2020. Cette évolution confirme un

profil de convergence vers des niveaux plus proches de 2 %, ce qui est devenu de plus en plus évident au fil des exercices de projection successifs.

Deuxièmement, s'agissant de la confiance, l'incertitude entourant les perspectives d'inflation a fortement reculé et le risque de déflation a effectivement disparu. Les mesures des anticipations d'inflation – tirées d'enquêtes ou fondées sur le marché – se sont progressivement améliorées et sont de plus en plus conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. De plus, les tensions sur les coûts d'origine interne se sont accrues dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, de tensions sur les marchés du travail et de hausses des salaires.

Enfin, concernant la résilience, la convergence attendue de l'inflation vers l'objectif d'inflation est devenue de moins en moins dépendante de nouvelles extensions des achats nets d'actifs, ce que reflètent également les anticipations actuelles des marchés.

En résumé, les progrès accomplis vers un ajustement durable de l'inflation ont été jusqu'à présent substantiels. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro, conjuguée à des anticipations d'inflation à long terme solidement ancrées, permet d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif au cours de la période à venir, au-delà même de la réduction progressive des achats nets d'actifs.

Sur la base de cette évaluation, M. Praet a proposé, lors de cette réunion, que le Conseil des gouverneurs prévoie, après septembre 2018, si les données lui parvenant continuent de confirmer ses perspectives d'inflation à moyen terme, de réduire le rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros jusque fin décembre 2018, puis d'y mettre un terme.

Dans le même temps, un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et pour garantir la stabilisation durable de l'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs doit continuer à faire preuve de patience, de prudence et de persévérance et doit confirmer une nouvelle fois ses indications relatives aux réinvestissements et renforcer ses indications sur les taux directeurs en ajoutant une composante explicite basée sur des données et dépendant de la situation.

Dès lors, la communication du Conseil des gouverneurs doit, premièrement, souligner que malgré la modération de l'activité au début de l'année, les perspectives de croissance à moyen terme demeurent solides et généralisées. Deuxièmement, elle doit souligner que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés et que les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués. Par ailleurs, le risque d'une élévation persistante de la volatilité des marchés financiers doit être surveillé. Troisièmement, elle doit souligner que les progrès sur la voie d'un ajustement durable de la trajectoire d'inflation ont été importants et que la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro permet d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers l'objectif au cours de la période à venir, au-delà même de la réduction progressive des achats nets d'actifs.

De plus, la communication du Conseil des gouverneurs doit fournir plus d'indications sur l'évolution probable de la politique monétaire dans le temps, comme suit. Premièrement, l'Eurosystème continuera de procéder à des achats nets dans le cadre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018. Deuxièmement, après septembre 2018, si les données lui parvenant continuent de confirmer ses perspectives d'inflation à moyen terme, le Conseil des gouverneurs prévoit de réduire le rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros jusque fin décembre 2018, puis d'y mettre un terme. Troisièmement, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre sa politique de 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 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs prévoit de garder les taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation globalement conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable. Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer qu'un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour une convergence durable de l'inflation vers son objectif et que ce soutien 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 (*enhanced forward guidance*). Sixièmement, le Conseil des gouverneurs doit souligner qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

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 trimestre 2018, après les niveaux très élevés atteints en 2017. Les indicateurs et résultats d'enquêtes récents sont également plus faibles, mais restent compatibles avec la poursuite d'une croissance économique solide et généralisée au cours des prochains trimestres. Pour l'avenir, les fondamentaux nécessaires au maintien de l'expansion à moyen terme sont toujours présents. C'est ce qui ressort globalement des projections macroéconomiques de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, qui comportent une révision à la baisse de la croissance du PIB en volume en 2018 par rapport aux projections de mars 2018 réalisées par les services de la BCE, tandis que les perspectives pour 2019 et 2020 demeurent globalement inchangées, prévoyant un ralentissement graduel de la croissance. Les risques entourant les perspectives d'évolution de l'activité sont considérés, dans l'ensemble, comme demeurant globalement équilibrés, en dépit d'une plus grande incertitude liée à des facteurs mondiaux et d'un risque de volatilité accrue des marchés financiers.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil sont tombés d'accord sur le fait que les perspectives relatives à l'activité mondiale demeurent robustes, même si les récents indicateurs du commerce mondial signalent un léger ralentissement au cours des premiers mois de 2018. Le scénario d'une poursuite de l'expansion économique mondiale se reflète également dans les projections de juin, qui prévoient une croissance de l'activité mondiale (hors zone euro) à un rythme globalement inchangé par rapport aux projections de mars. Si l'impact à la hausse attendu de la relance budgétaire aux États-Unis est toujours présent, les risques géopolitiques ne se sont pas atténués, et la probabilité de tensions commerciales est considérée comme plus forte. En particulier, des craintes ont été exprimées au sujet de la possibilité que ces tensions aboutissent à une détérioration plus générale de la confiance partout dans l'économie mondiale, au-delà de tout effet direct de la mise en place de tarifs douaniers. Dans ce contexte, la balance des risques pesant sur l'expansion économique mondiale continue d'être considérée comme orientée à la baisse.

L'impact du renforcement du protectionnisme commercial sur l'inflation est considéré comme plus ambigu et plus incertain. D'une part, l'augmentation des tarifs douaniers et des barrières commerciales devrait avoir un impact haussier direct sur les prix des biens concernés et tout au long des chaînes d'approvisionnement mondiales. D'autre part, le protectionnisme a également des effets indirects qui se traduisent par une diminution des exportations et une détérioration de la confiance, ce qui entraîne une baisse de la demande et des prix. Dans ce contexte, les risques associés à une volatilité accrue des marchés financiers à l'échelle mondiale ont été plus largement soulignés.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont généralement approuvé les perspectives conjoncturelles contenues dans les projections de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui laissent entrevoir la poursuite d'une expansion économique solide et généralisée dans la zone euro, à un rythme supérieur à celui de la croissance potentielle, en dépit du ralentissement enregistré au premier trimestre de l'année. Dans le même temps, l'attention a été largement attirée sur le fait que d'après certains signes, le ralentissement constaté au premier trimestre se prolongerait probablement au deuxième trimestre dans plusieurs pays, impliquant des risques à la baisse à court terme, même si l'importance des fluctuations à court terme devrait être limitée dans une perspective à moyen terme.

Il a également été réaffirmé que le ralentissement observé pouvait être considéré, dans une certaine mesure, comme l'évolution naturelle d'une expansion arrivée à maturité après de nombreuses années de croissance supérieure au potentiel. Un nombre croissant de pays et de secteurs commencent à connaître des contraintes de capacité et des pénuries de main-d'œuvre, signes d'une stabilisation « structurelle » de la croissance, ce qui a été jugé différent d'un choc de demande négatif. Compte tenu de ces éléments, il a été suggéré que, à moyen terme, l'économie de la zone euro demeurerait globalement en bonne voie de réaliser la trajectoire de croissance prévue dans les précédentes projections.

Les perspectives à moyen terme sont considérées comme demeurant soutenues par des fondamentaux solides en matière de consommation, liés à la croissance de l'emploi, à la hausse des salaires et au maintien à un niveau élevé de la confiance des consommateurs. En outre, l'investissement des entreprises devrait continuer de bénéficier de conditions de financement très favorables, ainsi que de la hausse de leur rentabilité

et d'une demande vigoureuse. Dans le même temps, on peut s'attendre à un tassement de la dynamique des exportations après les performances exceptionnelles de l'année 2017.

Dans ce contexte, les risques pesant sur les perspectives de croissance ont été jugés, dans l'ensemble, comme demeurant globalement équilibrés, en dépit des signes de ralentissement de la dynamique à court terme. Les risques à la baisse, qui pourraient également affecter l'évaluation des risques à moyen terme, continuent d'être liés principalement à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru. Les risques à la hausse sont perçus comme provenant essentiellement de politiques budgétaires plus expansionnistes, à la fois dans la zone euro et à l'étranger.

Il a été réaffirmé que d'autres domaines de la politique économique devaient contribuer de manière décisive au relèvement de la croissance potentielle à plus long terme de l'économie de la zone euro et au renforcement de sa résilience par la mise en œuvre de réformes structurelles. S'agissant des politiques budgétaires, l'expansion actuelle appelle à la reconstitution de réserves budgétaires. De plus, l'application intégrale et systématique du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques demeure essentielle.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accentuée à 1,9 % en mai 2018, après 1,2 % en avril. Cette évolution reflète des contributions plus fortes des prix de l'énergie, des produits alimentaires et des services. Pour l'avenir, 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, et les tensions sur les coûts d'origine interne et les salaires s'accroissent. L'inflation sous-jacente devrait donc se redresser vers la fin de l'année avant d'augmenter progressivement par la suite.

C'est ce qui ressort aussi globalement des projections de juin 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui laissent entrevoir une hausse annuelle de l'IPCH de 1,7 % pour chaque année de l'horizon de projection (2018-2020). Par comparaison avec les projections de mars 2018 établies par les services de la BCE, les perspectives ont été révisées à la hausse pour 2018 et 2019, principalement en raison du renchérissement du pétrole. Il a été souligné que la séquence des projections récentes avait soit confirmé les perspectives d'évolution de l'inflation à moyen terme soit montré une amélioration, motivant une confiance accrue dans la convergence de l'inflation vers l'objectif de la BCE d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 %. Toutefois, il a également été souligné que la hausse récente de l'inflation totale résultait essentiellement des prix de l'énergie et que la poursuite de la convergence vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs dépendait d'une accélération attendue de l'inflation sous-jacente.

Les membres du Conseil ont considéré que les mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro demeuraient modérées, après avoir légèrement augmenté par rapport aux bas niveaux précédents. L'inflation sous-jacente devrait augmenter progressivement sur l'horizon de projection. D'après les projections de juin 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives concernant la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont été légèrement révisées à la hausse, de 0,1 % pour 2019 et 2020.

S'agissant des évolutions des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont indiqué que les mesures extraites des instruments de marché et celles tirées d'enquêtes avaient graduellement progressé dans une direction favorable. Dans l'ensemble, les anticipations d'inflation à plus long terme semblent bien ancrées. Il a été fait référence aux distributions de probabilités agrégées des anticipations à deux ans calculées à partir de l'EPP, qui ont clairement évolué dans la direction souhaitée. Le mode de la distribution s'est déplacé vers la droite et apparaît globalement aligné avec l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, la dispersion plus étroite de la distribution autour de sa valeur modale indique que, au total, les participants à l'EPP ont désormais une plus grande certitude que l'inflation se rapprochera effectivement de ces niveaux plus élevés. En outre, le glissement de la distribution confirme une nouvelle fois que, en pratique, les scénarios de déflation ont été écartés. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté depuis la réunion de politique monétaire d'avril et a été relativement stable autour de 1,7 % pendant un certain temps, affichant une faible volatilité.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Alors que le ralentissement de la dynamique de M3 ces derniers mois reflétait principalement la réduction des achats nets mensuels d'actifs depuis le début de l'année, la croissance de M3 est restée soutenue par l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE et le faible coût d'opportunité de la détention des dépôts les plus liquides.

La reprise de la croissance des prêts accordés au secteur privé constatée depuis le début de 2014 s'est poursuivie, la croissance des prêts consentis aux SNF et aux ménages demeurant inchangée. Les effets des mesures de politique monétaire en place depuis juin 2014 ont continué de soutenir sensiblement les flux de crédits et les conditions d'emprunt favorables des entreprises et des ménages dans la zone euro. En particulier, il a été fait référence aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO), qui ont encouragé l'octroi de crédits à l'économie réelle et ont été vues comme ayant apporté une contribution notable au renforcement de la croissance du crédit, dépassant même légèrement les attentes initiales. Dans ce contexte, il a été remarqué que la croissance du crédit dans la deuxième économie de la zone euro a atteint des taux supérieurs à 5 % pour les prêts consentis aux ménages et aux SNF, ce qui a déclenché, à titre de mesure de politique macro-prudentielle dans cette économie, l'introduction d'un coussin de fonds propres contra-cyclique pour les banques.

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, malgré une récente modération de l'activité, les informations leur parvenant continuent d'aller dans le sens d'une croissance demeurant forte et généralisée de l'économie de la zone euro. Toutefois, les perspectives de croissance à court terme ont été largement considérées comme soumises à un certain nombre de risques à la baisse et d'incertitudes, liés notamment à la menace d'un protectionnisme accru, à des tensions géopolitiques et à la résurgence de risques sur les marchés financiers dans la zone euro. Néanmoins, les risques pesant sur les perspectives de croissance ont

encore été jugés globalement équilibrés à moyen terme. Globalement, la vigueur sous-jacente de l'économie, conjuguée à des anticipations d'inflation à long terme solidement ancrées et à des tensions de plus en plus fortes sur les prix, justifie la confiance dans le maintien de l'inflation sur une trajectoire d'ajustement durable au cours de la période à venir, même après la réduction progressive des achats nets d'actifs.

Dans leur évaluation de l'ampleur des progrès vers un ajustement durable de la trajectoire d'inflation sur la base des trois critères que sont la convergence, la confiance et la résilience, rappelés par M. Praet dans son introduction, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur les progrès substantiels qui ont été accomplis, en dépit de la persistance de certaines incertitudes. Il a été rappelé que cette évaluation se base sur des probabilités et que la probabilité que l'inflation suive une trajectoire d'ajustement durable s'est clairement accrue au fil du temps.

S'agissant du critère de convergence, les projections des services de l'Eurosystème indiquent que l'inflation totale et l'inflation hors énergie et produits alimentaires ressortiraient à 1,7 % et 1,9 %, respectivement, en 2020, trajectoire de plus en plus ancrée par de nombreux exercices de projection. Cela a été perçu comme une confirmation que l'inflation était en bonne voie de convergence vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. La confiance dans la trajectoire prévue de l'inflation a été soutenue par la baisse de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation, qui se reflète dans la réduction de la dispersion des distributions concernant les prévisions, les enquêtes et les anticipations des marchés relatives à l'inflation, dans un environnement où les risques de déflation ont largement disparu. En outre, tandis que les mesures de l'inflation sous-jacente demeuraient globalement modérées, la croissance économique restée supérieure à son potentiel – conjuguée à des niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et à un accroissement progressif des tensions sur les marchés du travail, signe que des contraintes d'offre pourraient de plus en plus être à l'œuvre – a amélioré la confiance dans un nouveau renforcement à venir des tensions sur les prix et les salaires, apportant un soutien à la poursuite de la convergence de l'inflation.

S'agissant du critère de résilience, il a été largement remarqué que la convergence de l'inflation devient de plus en plus auto-entretenu et que sa dépendance à la contribution des achats nets d'actifs diminue progressivement, même si elle demeure globalement tributaire d'un degré élevé de soutien monétaire. Dans ce contexte, il a été souligné que l'orientation de la politique monétaire restait très favorable à la poursuite de l'expansion économique et à une remontée progressive de l'inflation dans la zone euro.

Sur la base de cette évaluation, les membres du Conseil ont exprimé un soutien unanime à la politique monétaire présentée par M. Praet dans son introduction. Celle-ci comprenait la confirmation de la poursuite des achats nets d'actifs au titre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'en fin septembre 2018 et l'anticipation, après cette date, et si les données lui parvenant confirmaient les perspectives d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs, d'une réduction du rythme mensuel des achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros jusqu'en fin décembre 2018, date à laquelle ils arriveraient à leur terme. Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'orientation de la politique monétaire devait demeurer très accommodante, ce qui nécessitait de confirmer les indications relatives au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance pendant une période prolongée, tout en apportant une plus grande clarté sur la trajectoire attendue des taux directeurs grâce à

l'amélioration de la *forward guidance* relative aux taux par des éléments explicitement datés et dépendant de la situation économique et financière. Cela impliquait l'anticipation d'un maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles, par le Conseil des gouverneurs, d'un ajustement durable.

L'anticipation de la fin des achats nets à la fin de l'année a été jugée pleinement cohérente avec la précédente communication du Conseil des gouverneurs, qui avait conditionné l'horizon des achats nets d'actifs à l'ampleur des progrès effectués vers un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. Par conséquent, avec les progrès substantiels réalisés, tels que reflétés également dans les perspectives d'inflation figurant dans les récentes projections des services de l'Eurosystème, l'annonce de la fin des achats nets a été largement considérée comme faisant suite à la stratégie progressive et prévisible des recalibrages passés de l'orientation de la politique monétaire, notamment la suppression du biais accommodant de l'APP et les précédentes réductions progressives du rythme mensuel des achats nets d'actifs.

De plus, étant donné les incertitudes actuelles, il a été jugé prudent de continuer de conditionner la fin des achats nets d'actifs à de nouvelles données confirmant les perspectives d'inflation à moyen terme et de souligner l'engagement du Conseil des gouverneurs de fournir une relance monétaire suffisante aussi longtemps que nécessaire. Dans le même temps, il a été observé qu'une réduction progressive des achats nets jusqu'à la fin de l'année se reflétait totalement dans les anticipations actuelles des marchés.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'un degré élevé de stimulus monétaire restait nécessaire pour soutenir la poursuite du développement des tensions domestiques sur les prix et les évolutions de l'inflation totale à moyen terme. Les incertitudes résiduelles autour des perspectives d'inflation appelant encore à la prudence, le sentiment s'est imposé que la politique monétaire doit rester patiente, prudente et persévérante. En conséquence, il a été affirmé que des indications prospectives crédibles et efficaces devraient être fournies sur l'utilisation des autres instruments de politique monétaire, notamment les réinvestissements et l'évolution des taux directeurs, afin d'accompagner la convergence durable de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs. En parallèle, il a été jugé nécessaire de conserver suffisamment de flexibilité et de souplesse dans les options de politique monétaire au cours de la période à venir, et l'importance de la dépendance vis-à-vis des données pour les décisions relatives à l'orientation de la politique monétaire de la BCE a été soulignée.

Sur cette base, les membres du Conseil se sont accordés à l'unanimité sur la proposition présentée par M. Praet dans son introduction de confirmer une nouvelle fois la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur la politique de réinvestissement, tout en renforçant la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs. S'agissant du réinvestissement, le Conseil des gouverneurs a réitéré son intention de maintenir sa politique de 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. Il a été souligné que les futurs réinvestissements des remboursements du principal des titres arrivant à échéance supposaient la poursuite d'une présence importante de l'Eurosystème sur les marchés de

titres de la zone euro, contribuant ainsi largement à assurer des conditions de liquidité favorables et l'orientation globalement accommodante de la politique monétaire.

Le pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux directeurs *via* des éléments explicites basés sur des données et dépendant de la situation a été considéré comme donnant une plus grande clarté à la trajectoire future des taux directeurs, assurant ainsi un ancrage plus solide des anticipations des taux directeurs afin de soutenir les conditions financières favorisant la poursuite de la convergence de l'inflation vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Le renforcement de la *forward guidance* sur les taux directeurs de la BCE a été considéré comme soulignant leur rôle essentiel en tant qu'instrument de choix pour ajuster l'orientation future de la politique monétaire. À cet égard, il a été fait référence aux évolutions des anticipations des taux directeurs au cours des derniers mois, qui indiquaient déjà la perception du marché quant au rôle prédominant des taux directeurs comme instrument permettant de diriger et de communiquer l'orientation de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, la formulation proposée, indiquant l'intention du Conseil des gouverneurs de garder les taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation restant conforme à une trajectoire d'ajustement durable, a été jugée comme permettant d'obtenir un bon équilibre entre le fait de donner une trajectoire suffisamment précise et celui de maintenir une flexibilité adéquate. La composante dépendant de la situation qui est proposée pour la *forward guidance* sur les taux directeurs a été largement considérée comme soulignant l'approche progressive et prenant en compte les données en vue de la normalisation de la politique monétaire. À cet égard, le fait de relier explicitement une première hausse du taux directeur à l'évolution de l'inflation le long d'une trajectoire d'ajustement durable a été perçu comme cohérent avec la stratégie de politique monétaire prospective et axée sur le moyen terme de la BCE et mettrait en évidence la crédibilité de l'engagement du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne son objectif de stabilité des prix.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont souscrit aux propositions de communication présentées par M. Praet dans son introduction. Il est nécessaire de souligner que, malgré de nouvelles données reçues légèrement plus faibles qu'anticipé précédemment, les fondamentaux nécessaires au maintien de perspectives de croissance solide et généralisée à moyen terme sont toujours présents, comme il ressort également des projections de juin 2018 réalisées par les services de l'Eurosystème. En conséquence, il est nécessaire de souligner que la vigueur sous-jacente de l'expansion de la zone euro, conjuguée à la hausse des tensions sur les prix, aux anticipations d'inflation solidement ancrées et au maintien d'un degré élevé de soutien monétaire, permettait d'avoir confiance dans la poursuite de la convergence de l'inflation. Dans le même temps, il convient de reconnaître que, même si les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés, les informations récentes suggèrent certains risques à la baisse sur les perspectives de croissance à court terme, tandis que les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués.

Dans l'ensemble, la communication doit trouver un juste équilibre entre le fait d'anticiper la fin des achats nets d'actifs à fin décembre 2018 et celui de souligner la poursuite de l'engagement de fournir un soutien monétaire suffisant aussi longtemps que nécessaire. Cela suggère qu'il convient encore de faire preuve de prudence, de

patience et de persévérance dans la mise en œuvre de la politique monétaire pour que les tensions inflationnistes se renforcent et remplissent l'engagement du Conseil des gouverneurs d'assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. La réduction anticipée des achats nets au titre de l'APP, en fonction de données confirmant les perspectives d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs, est considérée comme étant totalement conforme à la nature prospective et probabiliste de l'évaluation d'un ajustement durable sur la voie de l'inflation et au besoin correspondant pour la politique monétaire de préserver la souplesse dans les options et de réagir avec flexibilité aux écarts importants par rapport à la convergence envisagée de l'inflation.

Plus largement, il convient de réitérer le fait qu'un soutien monétaire important est encore nécessaire pour permettre la poursuite d'un ajustement durable de la trajectoire d'inflation. Il convient également de souligner que, après la sortie progressive du reste des achats nets d'actifs d'ici à la fin de l'année, une orientation monétaire largement accommodante serait encore fournie 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. Dans ce contexte, il est important de souligner que, même après la fin des achats nets d'actifs au titre de l'APP, la politique monétaire continuerait d'être très accommodante. En particulier, il a pu être souligné que l'intention de réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance sur une période prolongée impliquerait encore une présence très importante sur les marchés obligataires des secteurs publics et privés de la zone euro.

S'agissant du pilotage renforcé des anticipations relatives aux taux d'intérêt directeurs, il a été considéré que le caractère dénué de limitation dans le temps de la composante dépendant de la situation devrait être souligné, les taux directeurs devant rester à leurs niveaux actuels aussi longtemps que nécessaire pour garantir que l'évolution de l'inflation reste conforme aux anticipations actuelles du Conseil des gouverneurs d'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation, insistant ainsi sur la « fonction de réaction » cohérente et prévisible du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de son objectif de stabilité des prix à moyen terme.

Enfin, à la lumière des incertitudes actuelles susceptibles de menacer la convergence durable de l'inflation, il a généralement été considéré comme prudent de souligner que le Conseil des gouverneurs continuait de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

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 demeureront inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %.

Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable.

Premièrement, en ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à des achats nets dans le cadre de l'APP au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusque fin septembre 2018. Le Conseil des gouverneurs prévoit que, après septembre 2018, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets des actifs sera réduit à 15 milliards d'euros jusque fin décembre 2018, date à laquelle les achats nets arriveront à leur terme. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre sa politique de 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.

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180614.en.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.en.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 13-14 juin 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. Liikanen
M. Makúch
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
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 juin 2018 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. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
M. Dolenc
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
Mme Marin
M. Mooslechner
M. Ódor
M. Pattipeilohy
Mme Phelan
Mme Razmusa
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
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. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques, DG Questions économiques
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 23 août 2018.