



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

21 février 2019

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 23 et le jeudi 24 janvier 2019

.....
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. Au cours des premières semaines de 2019, la volatilité est restée élevée sur les différents compartiments de marché, notamment sur les marchés d'actions et de matières premières. Les prix du *Brent* ont de nouveau baissé après la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 12 et 13 décembre 2018, mais ils se sont redressés depuis. La volatilité des prix du pétrole a reflété l'incertitude géopolitique accrue et son impact sur l'offre de pétrole, ainsi que les inquiétudes relatives aux perspectives de croissance mondiale et leur incidence sur la demande de pétrole.

La volatilité s'est également accentuée récemment sur certains marchés de change. En particulier, après le rejet par le Parlement britannique de l'accord sur la sortie de l'UE, la livre sterling s'est fortement appréciée vis-à-vis de l'euro et du dollar. En revanche, la volatilité des devises des marchés émergents a diminué par rapport aux niveaux élevés observés en 2018.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés obligataires mondiaux, les rendements ont significativement baissé. Depuis début octobre 2018, les rendements des bons du Trésor américain à dix ans sont revenus de 3,2 % environ à 2,75 %, et ceux des emprunts publics allemands à dix ans de 0,60 % environ à 0,25 % environ. L'écart entre les deux s'est ainsi réduit, retrouvant les niveaux observés durant la majeure partie de l'été 2018.

Une décomposition des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis entre inflation et composantes réelles laisse penser qu'au cours de cette période, deux facteurs agissant en sens inverse ont déterminé les rendements de part et d'autre de l'Atlantique. Premièrement, la hausse des rendements réels survenue à la fin de l'été s'est poursuivie et a probablement reflété une augmentation de la prime de terme réelle. Deuxièmement, la composante inflation a enregistré une baisse, qui a contrebalancé l'impact de la hausse des rendements réels. Une comparaison entre les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes et celles extraites des instruments de marché laisse penser que la baisse de la composante inflation peut avoir essentiellement reflété une diminution de la prime de risque d'inflation. Il serait par conséquent prématuré de conclure que les intervenants de marché ont significativement réévalué leurs anticipations d'inflation à moyen terme.

Les écarts de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro à rendement plus élevé et les obligations allemandes se sont globalement stabilisés ces dernières semaines. Les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans pour l'Italie, l'Espagne et le Portugal ont été soit stables, soit en baisse vis-à-vis de l'Allemagne depuis début octobre 2018.

Pour la zone euro, la courbe des rendements anticipés du marché monétaire a été nettement plus plate qu'en octobre 2018, laissant penser que les anticipations d'une première hausse du taux de la facilité de dépôt de la BCE se sont déplacées de septembre 2019 à avril 2020. Les révisions des anticipations tirées d'enquêtes ont été plus modérées et tablent sur un relèvement de ce taux au quatrième trimestre 2019.

En ce qui concerne les actions, les moins-values globales dans la zone euro ont été du même ordre qu'aux États-Unis, s'élevant à 8-9 % environ depuis début octobre 2018. Une analyse fondée sur un modèle a montré que les mouvements des cours des actions dans la zone euro ont également reflété des anticipations de bénéfices plus faibles, tandis qu'aux États-Unis, ils ont résulté, dans l'ensemble, d'une augmentation de la prime de risque sur actions.

Les marchés mondiaux des obligations d'entreprises ont connu une réévaluation généralisée. Les écarts de rendement des obligations américaines à haut rendement ont augmenté de 120 points de base environ depuis début octobre 2018. Dans la zone euro, la réévaluation a été moins prononcée, mais les écarts de rendement des obligations à haut rendement ont toutefois augmenté de 90 points de base environ. Les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les entreprises de la zone euro ont également augmenté sensiblement sur cette période.

Enfin, s'agissant des évolutions de fin d'année sur le marché repo de la zone euro, des conditions plus stables que les années précédentes ont été observées. Cette fin d'année sans heurt a probablement reflété une meilleure préparation de la part des intervenants de marché.

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, la dynamique de la croissance mondiale et des échanges commerciaux a continué de se ralentir. En particulier, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a baissé au quatrième trimestre 2018 par rapport au troisième trimestre, sous l'effet d'un affaiblissement de la composante du secteur manufacturier, tandis que la composante des services est restée globalement inchangée. Les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux ont également fléchi vers la fin 2018, reflétant sans doute les facteurs défavorables affectant la croissance ainsi que l'incertitude élevée entourant les relations commerciales entre les États-Unis et la Chine.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est ralentie à 2,7 % en novembre, sous l'effet, dans une large mesure, du fléchissement de la hausse des prix de l'énergie. L'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement ralentie, s'établissant à 2,2 %. Dans le même temps, la dynamique des salaires a montré une certaine stabilisation, la rémunération par tête augmentant de près de 3 % au cours des trois premiers trimestres de 2018. Les prix du *Brent* ont augmenté de 3 % environ depuis la réunion de politique monétaire de décembre. Sur la même période, les prix des produits alimentaires ont augmenté de 4 %, tandis

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

que ceux des métaux ont baissé de 2 %. Le taux de change de l'euro est resté globalement stable, que ce soit en termes effectifs nominaux ou en termes bilatéraux vis-à-vis du dollar.

S'agissant de la zone euro, les données disponibles ont en général surpris défavorablement et la dynamique de la croissance à court terme devrait être plus faible que prévu précédemment. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier de la zone euro s'est établi à 51,1 en décembre contre 52,7 en novembre. Les dernières données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont fait état d'un nouveau ralentissement du rythme de la croissance, notamment dans les secteurs les plus sensibles au cycle, tels que les biens d'équipement et les biens intermédiaires. Dans le même temps, la demande intérieure a été soutenue par les conditions de financement favorables et la dynamique des marchés du travail, la hausse des salaires et la baisse des prix de l'énergie. En particulier, la consommation privée devrait rester solide.

L'emploi a augmenté de 0,2 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2018, contre 0,4 % au cours des deux trimestres précédents. Le taux de chômage a continué de baisser en novembre, pour s'établir à 7,9 % soit son niveau le plus bas depuis octobre 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance de l'emploi plus faible, mais toujours positive au cours des prochains trimestres. En particulier, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi a sensiblement diminué depuis l'été mais, s'inscrivant à 53,4 en décembre, il continue d'indiquer une expansion.

Les exportations hors zone euro devraient rester modérées en raison du ralentissement de la croissance de la demande étrangère. La croissance des exportations de biens de la zone euro a fléchi au troisième trimestre 2018, de 0,4% en glissement trimestriel. Le fléchissement enregistré au troisième trimestre pourrait être attribué à une diminution des exportations de biens d'équipement et notamment de véhicules à moteur. Les dernières données relatives aux échanges commerciaux pour octobre et novembre, comme les derniers indicateurs tirés d'enquêtes possédant des propriétés d'indicateurs avancés, ont ainsi fait état d'une nouvelle détérioration des perspectives pour les échanges commerciaux de la zone euro au quatrième trimestre 2018.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est établie à 1,6 % en décembre, contre 1,9 % en novembre, tandis que l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeuré stable, à 1,0 %. Le fléchissement de la hausse de l'IPCH a principalement reflété le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. Globalement, les données de décembre se sont révélées plus faibles que prévu, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des services. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'afficher un profil d'évolution relativement stable. Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont accrues mais doivent encore se traduire par une hausse des prix à la consommation. Le long de la chaîne d'approvisionnement, la hausse des prix à l'importation et à la production des biens et des services s'est accélérée. Les tensions haussières sur les coûts liés aux coûts du travail se sont accentuées au troisième trimestre 2018, la hausse des coûts unitaires du travail atteignant 2,2 %, après 1,6 % au deuxième trimestre.

Les résultats de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2019 indiquent des anticipations d'inflation moyennes de 1,5 % en 2019, 1,6 % en 2020 et 1,7 % en 2021. Par rapport à la précédente campagne d'enquête pour le quatrième trimestre 2018, cela représente une révision à la baisse

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de 0,2 point de pourcentage pour 2019 et de 0,1 point de pourcentage pour 2020. Cela implique un profil de croissance plus faible que dans les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui pourrait largement s'expliquer par des hypothèses différentes relatives aux prix du pétrole. Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont également été révisées légèrement à la baisse, le point mort d'inflation anticipé à cinq ans dans cinq ans ressortant à 1,54 %.

Les conditions financières se sont légèrement durcies au cours des derniers mois dans le contexte d'une volatilité accrue des marchés, demeurant toutefois globalement inchangées depuis la réunion de décembre. Dans l'ensemble, les conditions du crédit demeurent favorables. Par rapport à la situation au moment de la réunion de décembre, les actions des sociétés non financières de la zone euro ont légèrement rebondi, en dépit de la révision à la baisse des anticipations de bénéfices. La date anticipée pour un premier relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE a encore été reportée.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est encore légèrement ralentie en novembre, à 3,7 %. La création monétaire résulte de plus en plus des crédits au secteur privé. Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé s'est stabilisé au cours des derniers mois, s'établissant à 3,3 % en novembre 2018, après le renforcement observé depuis début 2014. Dans le même temps, les coûts composites de financement des banques de la zone euro ont légèrement augmenté au cours des derniers mois, principalement en raison d'une hausse des rendements des obligations bancaires, et les prix des actions bancaires ont diminué. Dans le même temps, les taux débiteurs bancaires sont restés favorables, ne s'établissant que légèrement au-dessus de leurs points bas historiques.

S'agissant de la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro – mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle – devrait être légèrement expansionniste en 2019 et en 2020.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a fait remarquer que les conditions financières s'étaient légèrement durcies au cours des derniers mois, dans un contexte de volatilité accrue des marchés, mais qu'elles demeuraient favorables. La politique monétaire de la BCE a contribué à atténuer l'incidence des incertitudes qui pèsent de façon persistante sur les conditions financières. Les conditions du crédit pour les ménages et les entreprises sont demeurées favorables.

Les données disponibles relatives à la croissance sont restées en retrait par rapport aux anticipations en raison du fléchissement de la demande extérieure et de facteurs spécifiques à des pays et à des secteurs, avec une dynamique de croissance à court terme probablement plus faible qu'anticipé précédemment.

Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont désormais orientés du côté négatif, la persistance d'incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers pesant de plus en plus sur le climat économique.

L'inflation mesurée par l'IPCH a diminué en décembre, reflétant principalement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, et devrait encore baisser au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

sous-jacente sont restées modérées, mais les tensions sur les coûts du travail ont continué de s'accroître et devraient se transmettre à l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois.

Si l'expansion économique en cours continue de soutenir la confiance dans la convergence de l'inflation vers l'objectif de la BCE, les évolutions récentes méritent cependant de faire l'objet d'une analyse approfondie du point de vue de leurs implications pour les perspectives à moyen terme.

Dans ce contexte, M. Praet a proposé à ce stade de confirmer les indications approfondies (*enhanced forward guidance*) du Conseil des gouverneurs, qui – tout particulièrement dans les circonstances actuelles – ont contribué à des taux d'intérêt de marché plus favorables.

La communication externe devrait : (a) souligner que les informations devenues disponibles sont restées en retrait par rapport aux anticipations, indiquant un ralentissement de la dynamique de croissance à court terme ; (b) reconnaître que les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont désormais orientés du côté négatif en raison de la persistance d'incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la menace protectionniste, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers ; (c) souligner que l'expansion en cours dans la zone euro et l'accroissement progressif des tensions inflationnistes continuent de soutenir la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers son objectif ; (d) mettre l'accent sur le fait qu'un degré élevé de soutien monétaire demeure essentiel pour accompagner la poursuite du renforcement des tensions internes sur les prix et les évolutions de l'inflation totale à moyen terme, et que ce soutien serait apporté par les indications du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*), renforcées par le réinvestissement du volume considérable de titres acquis ; (e) réaffirmer que, en tout cas, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour s'assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif.

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 relatives à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction et ont examiné la balance des risques. Les données récentes et les résultats tirés d'enquêtes sont restés en retrait des anticipations, sous l'effet d'un fléchissement de la demande extérieure et de facteurs spécifiques à certains pays et certains secteurs qui affectent l'activité domestique. Si l'incidence de certains de ces facteurs devrait s'estomper, les données devenues disponibles suggèrent que la dynamique de croissance à court terme devrait être plus faible qu'anticipé précédemment. Toutefois, aucune conclusion claire n'a pu être tirée en ce qui concerne les conséquences d'un ralentissement de la croissance à court terme sur les perspectives d'activité à moyen terme, compte tenu de l'importante incertitude quant au caractère temporaire ou plus durable des facteurs spécifiques aux pays et aux secteurs. Dans ce contexte, il a été souligné que les perspectives relatives

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

à l'activité seraient réévaluées de façon plus approfondie par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de début mars, lorsque les nouvelles projections établies par les services de la BCE seraient disponibles.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont indiqué que la dynamique de la croissance mondiale ainsi que celle des échanges commerciaux internationaux s'étaient encore ralenties. En particulier, ils ont exprimé la crainte d'un impact croissant, à terme, du protectionnisme commercial et d'une intensification des conflits commerciaux sur les perspectives mondiales. Il a été souligné que les importations chinoises fin 2018 avaient été beaucoup plus faibles que prévu, ce qui reflète probablement l'impact négatif des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. En outre, des risques très importants continuent d'entourer le retrait du Royaume-Uni de l'UE. Il a été largement admis que les incertitudes et les risques liés aux facteurs géopolitiques, à la menace de protectionnisme, aux vulnérabilités des marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers étaient demeurés prédominants et avaient un effet négatif de plus en plus important sur l'économie mondiale. Dans ce contexte, les risques à la baisse pesant sur l'activité et le commerce mondiaux ont été jugés comme s'étant accrus.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont observé que les données récentes avaient été plus faibles que prévu. La croissance du PIB en volume est revenue de 0,4 % à 0,2 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2018. D'autres données solides sont également décevantes, et des indicateurs plus récents fondés sur les dernières enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprises et sur les enquêtes auprès des directeurs d'achat ont encore diminué. Dans l'ensemble, les données signalent la probabilité que la croissance soit égale, voire inférieure, à son potentiel sur plusieurs trimestres. Il convient également de reconnaître que l'acquis de croissance négatif lié au ralentissement de la croissance au second semestre 2018 implique en soi une projection de croissance moins élevée en 2019. Cependant, il a été souligné que la croissance demeurerait positive et que la probabilité d'une récession demeurerait faible. Néanmoins, le sentiment a été largement partagé qu'il existait une grande incertitude s'agissant de la persistance ou non de la phase de morosité actuelle. Dans le même temps, il a été souligné que l'expansion économique dans la zone euro continuait d'être soutenue par des facteurs fondamentaux et, en particulier, par des conditions de financement favorables, par de nouvelles créations d'emplois et des hausses de salaires, par une baisse des prix de l'énergie et par l'expansion en cours – quoique légèrement ralentie – de l'activité mondiale.

Dans le cadre de leurs échanges de vues sur l'interprétation des données disponibles, les membres du Conseil ont partagé des informations sur les évolutions récentes de leurs économies nationales respectives et ont cherché à fournir une évaluation de la persistance probable des facteurs à l'origine du récent affaiblissement de l'activité. L'incidence des nouvelles normes de tests d'émissions sur la production et les immatriculations de voitures particulières a de nouveau été citée comme un facteur de ralentissement dans la plus grande économie de la zone euro. Toutefois, les nouvelles immatriculations ont de nouveau augmenté. Le ralentissement a duré plus longtemps que prévu initialement et, bien que certains signes indiquent qu'il pourrait être arrivé à son terme, il est difficile de prévoir à quel rythme l'activité va se redresser dans ce secteur. Il a également été souligné que, même en l'absence de chocs, on aurait pu s'attendre à un ralentissement de la croissance dans la zone euro – en raison de l'arrivée à maturité du cycle d'activité – revenant de taux supérieurs au potentiel à des taux plus proches du potentiel.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les membres du Conseil ont examiné plus en détail les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro. Il a été largement ressenti qu'il n'était pas encore possible de juger avec certitude du degré de persistance de la phase de morosité actuelle ni de la mesure dans laquelle une croissance plus lente à court terme pourrait affecter les perspectives de croissance à moyen terme, certains facteurs étant temporaires ou spécifiques à certains secteurs ou certains pays. Toutefois, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Praet selon laquelle on pouvait désormais plus sûrement évaluer les risques comme étant orientés négativement. Dans une large mesure, les risques à la baisse pourraient être imputables à l'environnement extérieur, notamment les risques liés au protectionnisme accru et à la sortie du Royaume-Uni de l'UE, qui ont pesé de plus en plus lourdement sur le climat des affaires dans la zone euro. L'incidence cumulée de la persistance d'un grand nombre de risques, externes et internes, a été soulignée, les données subjectives ayant davantage reculé dans la zone euro que les données objectives. Des inquiétudes ont été exprimées à propos de la persistance d'un niveau actuellement élevé d'incertitude affectant la confiance, ainsi que le montrent de nouvelles baisses dans les enquêtes auprès des chefs d'entreprise, ce qui pourrait aussi exercer un effet défavorable sur la demande intérieure.

Des arguments ont été avancés pour soutenir que la baisse des cours du pétrole et les mesures de relance budgétaire confortent une évaluation selon laquelle les risques pesant sur la croissance sont encore globalement équilibrés. De plus, l'incidence négative d'un choc sur la croissance mondiale pourrait aussi être partiellement contrebalancée par des réponses de politique publique dans plusieurs juridictions.

Dans le même temps, il a été souligné que le ralentissement de la croissance observé dans la zone euro était plus profond et généralisé qu'attendu précédemment, non seulement dans le secteur automobile, mais également dans d'autres secteurs manufacturiers. Les évolutions négatives se sont davantage généralisées dans la zone euro, risquant d'affecter plusieurs composantes de la demande. Bien que le ralentissement résulte principalement de facteurs externes, la transmission et les effets de contagion dans la zone euro expliquent pourquoi la demande intérieure s'est également ralentie. Alors que le ralentissement était auparavant lié principalement aux échanges commerciaux, la croissance de la consommation privée a été plus faible au troisième trimestre 2018 et la croissance de l'emploi s'est ralentie. Il a été suggéré qu'un ralentissement affectant aussi bien les exportations que la consommation se transmettrait probablement à l'investissement au cours de la période à venir. De plus, il a été rappelé que les révisions passées de la croissance dans les projections reflétaient essentiellement l'intégration de données nouvelles relatives au court terme, laissant la trajectoire de croissance sur le reste de l'horizon de projection pratiquement inchangée.

Globalement, les membres du Conseil ont été d'accord pour estimer que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro ont évolué négativement en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la menace protectionniste, des vulnérabilités sur les marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 1,6 % en décembre, après 1,9 % en novembre, reflétant essentiellement une baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait encore diminuer au cours des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées, mais les tensions d'origine interne sur les coûts ont continué de s'accroître et de se généraliser dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. En ce qui concerne l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait augmenter à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

S'agissant des éventuelles implications du ralentissement de la croissance sur les perspectives d'inflation à moyen terme, il a été avancé que des informations supplémentaires étaient nécessaires pour une évaluation approfondie. Dans ce contexte, il a été remarqué que la situation sur les marchés du travail a jusqu'à présent continué de s'améliorer, des pénuries de main-d'œuvre apparaissant plus nettement dans plusieurs États membres, même si on a observé plus globalement un certain ralentissement de la croissance de l'emploi. Les membres du Conseil ont considéré que les évolutions récentes de la croissance des salaires sont restées relativement rassurantes s'agissant des perspectives de l'inflation sous-jacente. En progression régulière depuis 2016, la rémunération par tête dans l'ensemble de la zone euro a augmenté de 2,5 % au troisième trimestre 2018, tandis que le redressement de la croissance des salaires s'est généralisé à l'ensemble des pays et des secteurs. Il a également été avancé que le niveau relativement élevé de l'inflation totale en 2018 continuerait d'avoir une incidence sur les négociations salariales, qui comportent souvent une composante rétrospective.

On a largement insisté sur le fait que la transmission de l'augmentation des salaires à la hausse des prix à la consommation est fondamentale pour les perspectives d'inflation à moyen terme et constitue pour les perspectives d'inflation une importante source d'incertitude qui doit faire l'objet d'un suivi attentif. Il a été noté que si la relation entre salaires et emploi est intacte, les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont guère réagi jusqu'à présent à l'amélioration de la situation sur les marchés du travail. C'est ce que montre la stabilité de l'inflation sous-jacente autour de 1 % au cours des cinq dernières années, tandis que le chômage est revenu de 12 % environ à un peu moins de 8 %. L'inflation sous-jacente n'a pas augmenté, même durant la période de croissance très rapide de l'économie.

Les membres du Conseil ont également discuté du comportement des marges bénéficiaires et des taux de marge. Il a été observé que l'accélération de la croissance des salaires ne s'est pas transmise à la hausse des prix car les entreprises l'ont absorbée en réduisant leurs marges bénéficiaires et l'attention a été attirée sur le recul de la croissance de l'excédent brut d'exploitation jusqu'à un niveau presque nul au troisième trimestre 2018. Toutefois, il a été avancé que les taux de marge ne pouvaient être indéfiniment comprimés, et que cet effet ne fera que retarder la répercussion de la hausse des salaires sur les prix à la consommation. Plus généralement, il a été souligné que la transmission à la hausse des prix à la consommation intervient avec des décalages, et que davantage de temps et de patience sont nécessaires. Cependant, il a aussi été remarqué que des facteurs plus structurels ou plus durables pourraient être encore à l'œuvre, par exemple en lien avec des modifications de l'environnement concurrentiel et des pressions sur les marges exercées par le commerce électronique.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté que les mesures extraites des instruments de marché et celles tirées d'enquêtes ont baissé depuis la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les anticipations d'inflation à cinq ans de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le premier trimestre 2019 ont été révisées à la baisse à 1,8 % au lieu de 1,9 % au quatrième trimestre 2018. Les anticipations d'inflation fondées sur les marchés, telles que mesurées par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, sont ressorties à 1,54 %, légèrement au-dessous du niveau observé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2018 et à leur plus bas niveau depuis juin 2017. Le risque de déflation a été négligeable depuis quelque temps, mais les perspectives à court terme de l'inflation sont en baisse en raison du recul des prix du pétrole et de la faiblesse des évolutions des prix des services domestiques. Des inquiétudes ont été exprimées quant au risque éventuel que ce regain de faiblesse commence à peser sur les anticipations d'inflation s'il devait persister.

S'agissant des politiques budgétaires, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé la nécessité de reconstituer des réserves budgétaires, en particulier dans les pays dont la dette publique est élevée et pour lesquels il est crucial de respecter pleinement le Pacte de stabilité et de croissance en vue de maintenir une situation budgétaire saine.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3), qui a légèrement fléchi en novembre 2018, reste soutenu par la création de crédit bancaire. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Il a été fait référence aux résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au quatrième trimestre 2018, qui ont montré que les conditions globales de distribution du crédit bancaire sont restées favorables dans la zone euro, après une période prolongée d'assouplissement net, tandis que la demande de crédit bancaire a continué d'augmenter. Les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages se sont légèrement durcis, principalement en raison des évolutions dans une grande économie de la zone euro qui a été soumise à la volatilité des marchés financiers, et les coûts de financement des banques ont aussi légèrement augmenté. Pour la période à venir, il a été estimé qu'il conviendrait de prêter attention aux perspectives des conditions de liquidité dans le secteur bancaire à l'approche des remboursements de l'encours des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, qui pourraient entraîner des effets de seuils (« *cliff effects* »).

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'orientation globale de la politique monétaire demeure très expansionniste et qu'elle a contribué à modérer l'impact des incertitudes actuelles sur des conditions financières demeurant favorables. Il a été remarqué que, parallèlement à l'incertitude relative à l'environnement extérieur, l'incertitude relative à l'économie de la zone euro – qui a trait

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

aux perspectives de croissance et à l'inflation – s'est récemment accrue en raison non seulement de la baisse des prix du pétrole, mais aussi de la lente répercussion de l'évolution des salaires sur les prix.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les conditions de financement favorables, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires continuent de soutenir l'expansion de la zone euro, étayant ainsi la confiance dans la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Si les mesures de l'inflation sous-jacente demeurent modérées, les tensions sur les coûts du travail se sont encore renforcées et devraient se transmettre à l'inflation sous-jacente au cours de la période à venir. À cet égard, il a été souligné que la zone euro enregistre toujours une dynamique de croissance, la situation s'améliorant sur le marché du travail et la baisse des prix du pétrole soutenant la consommation.

Pour l'avenir, la question de savoir dans quelle mesure le ralentissement de la dynamique de croissance serait susceptible de se révéler plus durable qu'envisagé actuellement a été jugée fondamentale. Davantage d'informations, y compris les projections de mars, sont requises pour approfondir l'analyse et obtenir une plus grande clarté avant de pouvoir tirer des conclusions concernant les perspectives d'inflation à moyen terme.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont souscrit aux considérations de politique monétaire formulées par M. Praet dans son introduction. Ils ont ainsi confirmé les indications approfondies sur la trajectoire future des taux directeurs et sur les réinvestissements des actifs acquis tout en reconnaissant que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro se sont orientés du côté négatif en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et de la menace protectionniste. Les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) et sur les réinvestissements du volume considérable de titres acquis continueront d'apporter un soutien monétaire significatif. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a répété qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation vers son objectif.

Les membres du Conseil ont souligné que préciser les indications relatives aux instruments de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en termes d'éléments temporels et d'éléments dépendants de la situation s'était révélé utile. Il a été observé que, en réaction aux données récentes plus faibles qu'attendu, un certain assouplissement des conditions financières s'est produit par le biais d'un report de la date anticipée par les marchés d'une première hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Cette réponse endogène a été jugée compatible avec les éléments dépendant de la situation qui figurent dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs et a contribué à préserver les conditions de financement dont dépend la convergence attendue de l'inflation. Les indications en chaîne (« *chained* » *forward guidance*) relatives aux taux directeurs et aux réinvestissements joueraient un rôle de stabilisateur automatique, en particulier dans les situations où un nouvel assouplissement est jugé souhaitable en réaction à des données plus faibles que prévu.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que la poursuite de la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs au cours de la période à venir nécessitait encore un degré élevé de soutien monétaire.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Un certain nombre de remarques ont été formulées s'agissant des outils de politique monétaires disponibles dans le domaine de la fourniture de liquidité à plus long terme. Toute nouvelle opération potentielle devra refléter les objectifs à atteindre en termes de politique monétaire. S'il convient d'éviter des décisions trop hâtives en ce domaine, les analyses techniques nécessaires à la préparation des options de politique monétaire pour les opérations de liquidité futures doivent en revanche être menées rapidement.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont largement approuvé les éléments proposés par M. Praet dans son introduction. Ainsi, il a été jugé approprié de reconnaître que les données disponibles ont été plus faibles que prévu, mais que les conditions de financement favorables, la dynamique favorable des marchés du travail et l'accélération de la hausse des salaires ont continué de soutenir l'expansion et la hausse progressive des tensions inflationnistes au sein de la zone euro. Dans le même temps, il a fallu reconnaître que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro se sont orientés du côté négatif en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques et à la menace protectionniste, des vulnérabilités sur les marchés émergents et de la volatilité des marchés financiers. À cet égard, il a été souligné qu'il était nécessaire de faire preuve de prudence en termes de communication, afin de trouver le juste équilibre entre crédibilité, avec la reconnaissance de données plus faibles que prévu, et transmission de la confiance dans l'ajustement vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

En conséquence, le Conseil des gouverneurs devra confirmer une nouvelle fois ses indications sur les taux directeurs de la BCE et sur le réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP).

Les membres du Conseil ont été d'accord sur le fait que la politique monétaire doit continuer de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance et suivre une approche fondée sur les données au cours de la période à venir. Au stade actuel, il est jugé nécessaire de faire preuve de détermination et les discussions relatives aux opérations de politique monétaire ou aux indications concernant les instruments de politique monétaire sont considérées comme prématurées. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer qu'il est prêt à agir si nécessaire.

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 a répété qu'il prévoyait que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteraient 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.

S'agissant des mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE 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

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190124~cd3821f8f5.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190124~5c00d09d5d.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 23-24 janvier 2019

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. Stournaras
M. Vasiliauskas
M. Vasle
M. Vella*
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann
M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en janvier 2019 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
M. Aucremanne
Mme Buch
M. Demarco
M. Dolenc
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
Mme Razmusa, remplaçante de M. Rimšēvičs
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou
M. Swank
M. Tavlás
M. Välimäki

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
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques
M. Stracca, directeur général adjoint Relations internationales et européennes

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 4 avril 2019.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.