



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

18 mai 2017

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

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main  
le mercredi 26 et le jeudi 27 avril 2017

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

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

### *Évolutions sur les marchés financiers*

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

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 mars 2017, les rendements des emprunts publics à long terme des États-Unis et de la zone euro ont suivi une tendance baissière avant d'annuler partiellement ce recul à partir de mi-avril, tandis que les marchés boursiers sont restés dynamiques.

En dépit de ce retournement, les rendements des bons du Trésor américain à dix ans et ceux des emprunts publics allemands à dix ans sont restés inférieurs aux niveaux observés après la réunion de mars. Dans le même temps, les écarts de rendement souverains intra-zone euro se sont réduits pour quelques juridictions dans un contexte de volatilité importante. Les mouvements sur la partie courte de la courbe des rendements ayant été moins prononcés, la pentification des courbes des rendements observée depuis septembre 2016 a été en partie inversée lors des dernières semaines, notamment aux États-Unis.

Deux facteurs principaux ont probablement pesé sur le niveau des rendements des obligations souveraines. Le premier facteur est lié à l'incertitude quant aux perspectives de croissance mondiale. Même si le sentiment économique est resté très positif dans l'ensemble, une interruption notable du flux des bonnes surprises économiques dans certaines juridictions du G10 a été observée au cours des quelques semaines précédentes, notamment aux États-Unis. Par ailleurs, la fourchette des prévisions de croissance dans ce pays pour le premier trimestre 2017 s'est élargie, reflétant une incertitude accrue.

Le second facteur est lié aux évolutions des anticipations d'inflation, qui ont faiblement diminué pour les États-Unis, tandis que le recul a été plus prononcé pour la zone euro. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est retombé à 1,6 % environ pour la zone euro. Ce recul est intervenu dans un environnement caractérisé par une hausse des prix du pétrole au comptant sur la majeure partie de la période.

La récente évolution à la baisse des anticipations d'inflation fondées sur le marché dans la zone euro a sans doute également reflété la baisse des perspectives de reprise de l'inflation au niveau mondial. Le coût supporté par les investisseurs pour se protéger contre l'inflation dans la zone euro, qui avait fortement augmenté à la suite du résultat de l'élection présidentielle américaine, a atteint un sommet mi-février 2017. Dans le même temps, le coût de la protection contre la déflation est resté stable à des niveaux très faibles. À cet égard, le récent recul des anticipations d'inflation est certainement d'une nature différente de ceux observés précédemment, mais il a néanmoins

contribué à la baisse des taux d'inflation anticipés et, par conséquent, des rendements nominaux à moyen et long termes au cours des dernières semaines.

Les évolutions des anticipations d'inflation et l'incertitude concernant les perspectives de croissance ont également pu affecter, parmi d'autres facteurs, les anticipations des marchés relatives aux perspectives de la politique monétaire tant aux États-Unis que dans la zone euro. Avant la réunion du Comité fédéral de l'*open market* du 15 mars 2017, les marchés avaient largement anticipé un ajustement à la hausse de la projection du Comité pour le taux des fonds fédéraux. Ces anticipations fondées sur le marché se sont partiellement dénouées après la réunion..

Des revirements similaires ont été observés pour la zone euro. Dans un premier temps, les taux anticipés du *swap* Eonia ont légèrement augmenté, les intervenants de marché ayant commencé à intégrer une hausse du taux de la facilité de dépôt de la BCE pour mai 2018. Cependant, ces évolutions se sont ensuite inversées, à la suite de la publication de données d'inflation plus faibles que prévu et d'une série de déclarations des membres du Conseil des gouverneurs qui ont été considérées comme une confirmation de l'orientation actuelle de la politique monétaire et des indications sur la trajectoire future des taux directeurs.

La volatilité des marchés boursiers a enregistré des pics à la fois aux États-Unis et dans la zone euro fin mars et début avril et elle a désormais retrouvé de faibles niveaux, suggérant que l'appétence des investisseurs pour le risque s'est améliorée. En outre, tandis que l'indice Standard & Poor's 500 aux États-Unis s'est stabilisé à des niveaux record, le ratio cours/bénéfice par action atteignant son niveau le plus élevé en sept ans, les valorisations des actions dans la zone euro ont été proches de leur moyenne des cinq dernières années.

### *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.

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les données devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 mars ont fait état d'une resynchronisation de la reprise économique mondiale dans les principales régions. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a encore augmenté, ressortant à 53,7 au premier trimestre 2017 contre 53,3 au quatrième trimestre 2016. En février 2017, les échanges de biens ont augmenté au rythme le plus rapide observé depuis une décennie. L'inflation a continué de se redresser progressivement dans la zone OCDE, passant à 2,5 % en février après 2,3 % en janvier, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie restait à 1,9 %. Les prix du *Brent* et des matières premières non pétrolières ont globalement diminué par rapport à leurs niveaux de début mars, tandis que l'euro

s'est apprécié de 1,0 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

S'agissant de la zone euro, les informations tirées d'enquêtes, notamment sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs, ont confirmé que la reprise économique devenait de plus en plus vigoureuse, tirée essentiellement par la demande intérieure, à la faveur de la poursuite des améliorations sur les marchés du travail. Le PIB en volume a augmenté de 0,5 % (révisé en hausse de 0,1 point de pourcentage) en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2016, contre 0,4 % au troisième trimestre. L'emploi a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2016 et le taux de chômage a continué de diminuer, revenant à 9,5 % en février 2017 après 9,6 % en janvier. Par conséquent, la consommation privée est restée vigoureuse, tandis que l'investissement devrait continuer de bénéficier de conditions de financement très favorables. Cette appréciation a également été sous-tendue par les valeurs plus élevées enregistrées pour les indices composites des directeurs d'achat pour la production et l'emploi, ainsi que pour l'indicateur du climat économique et la confiance des consommateurs de la Commission européenne, au cours des premiers mois de 2017. L'amélioration de l'environnement extérieur devrait apporter un soutien supplémentaire à l'activité économique de la zone euro.

Les prévisions de croissance du PIB en volume pour la zone euro, effectuées par des institutions publiques et privées depuis la réunion de politique monétaire de début mars, se sont rapprochées des projections macroéconomiques pour 2017-2019 établies en mars 2017 par les services de la BCE.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 1,5 % en mars, après 2,0 % en février, reflétant principalement une moindre hausse annuelle des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, mais aussi probablement des effets liés au calendrier des fêtes de Pâques qui se sont traduits essentiellement par un ralentissement de la hausse des prix des services. La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie a fléchi à 0,7 % en mars, contre 0,9 % les trois mois précédents. Les indicateurs relatifs aux prix à la production ont fait état de certains signes d'accumulation de tensions haussières en amont de la chaîne des prix, mais la variation des prix intérieurs à la production des biens de consommation non alimentaires n'a pas encore affiché de signe clair d'une tendance à la hausse. La progression des salaires s'est légèrement redressée à partir d'un niveau peu élevé.

Les prévisions d'inflation établies par les autres institutions publiques et privées devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 mars sont restées inférieures aux projections de mars des services de la BCE pour 2017 et 2018, mais étaient globalement conformes à celles-ci pour 2019.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête d'avril de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2017 a donné lieu à des révisions à la hausse, par

rapport à celle menée en janvier, à 1,6 % en 2017 et 1,7 % en 2019, tandis que les perspectives pour 2018 et les anticipations à cinq ans restaient inchangées à 1,5 % et 1,8 %, respectivement. En revanche, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont globalement diminué depuis la réunion de début mars du Conseil des gouverneurs, en dépit de quelques hausses plus récentes. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a diminué depuis lors de quelque 10 points de base, ressortant à 1,6 %, niveau cependant nettement supérieur à celui de l'été 2016, mais faible au regard des moyennes historiques.

S'agissant des conditions monétaires et financières, la courbe des rendements anticipés de l'Eonia est actuellement proche de son niveau antérieur à la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 mars, après une certaine volatilité observée à la suite de cette réunion. De même, le coût nominal total du financement externe pour les sociétés non financières est demeuré globalement stable à des niveaux très bas. Les taux débiteurs bancaires sont restés très favorables pour les ménages et les entreprises, avec une dispersion réduite entre les pays de la zone euro, ce qui montre que les banques ont répercuté la baisse de leurs coûts de financement sur l'économie de la zone euro *via* une réduction de leurs taux débiteurs.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 est demeuré globalement stable en février 2017, à 4,7 %, après 4,8 % en janvier, la croissance soutenue de M1 étant le principal moteur de cette évolution. La reprise progressive de la croissance des prêts a été soutenue par des baisses significatives des taux débiteurs bancaires depuis l'été 2014, ainsi que par une hausse de la demande de prêts bancaires. D'après l'enquête d'avril 2017 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la croissance des prêts a été soutenue par l'assouplissement des conditions attachées aux prêts et la hausse de la demande pour toutes les catégories de prêts au premier trimestre 2017. Les critères d'octroi se sont assouplis pour l'ensemble des catégories de prêts au premier trimestre 2017, principalement sous l'effet des pressions concurrentielles. Dans le même temps, l'assainissement en cours des bilans financiers et non financiers et le besoin persistant d'ajustement des modèles d'activité des banques dans certains pays de la zone euro ont continué de freiner la croissance des prêts.

Enfin, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait être globalement neutre sur l'horizon de projection 2017-2019. Les ratios de déficit public et de dette publique devraient toujours s'inscrire sur une trajectoire baissière sur l'horizon de projection, en raison de la baisse des paiements d'intérêts et de l'amélioration de la conjoncture.

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

En résumé, M. Praet a conclu que la politique monétaire du Conseil des gouverneurs avait apporté une contribution essentielle au maintien des conditions de financement très favorables qui ont

soutenu la reprise économique et l'ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Les données devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 mars ont confirmé que la reprise conjoncturelle devenait de plus en plus solide. En particulier, les données d'enquêtes vont dans le sens d'une certaine accélération de la croissance au premier semestre. Les risques négatifs pesant sur la croissance ont encore diminué.

L'inflation totale a été volatile ces derniers mois, essentiellement sous l'effet des évolutions des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Malgré la reprise conjoncturelle, les tensions sous-jacentes sur les prix sont restées modérées, les ressources inutilisées ayant continué de peser sur la formation des salaires et des prix intérieurs. L'inflation sous-jacente ne devait augmenter que lentement à moyen terme et sa tendance haussière continue de dépendre de l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

Les informations disponibles ayant continué de faire état de progrès insuffisants sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs, il était important, à ce stade, de confirmer l'orientation actuelle de la politique monétaire, notamment les indications sur la trajectoire future des taux directeurs. Par conséquent, il était nécessaire de souligner que la reprise économique était de plus en plus robuste, que les risques pesant sur les perspectives de croissance avaient encore diminué, tout en restant orientés à la baisse, et que les tensions sous-jacentes sur les prix restaient modérées et la trajectoire de l'inflation dépendante de l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

Enfin, M. Praet a considéré qu'au stade actuel, le Conseil des gouverneurs devait se montrer particulièrement prudent quant à l'évolution future de sa politique de communication. Après une période prolongée d'orientation exceptionnellement accommodante de la politique monétaire, les intervenants sur les marchés financiers sont particulièrement sensibles à tout changement ressenti de l'orientation future de la politique monétaire. Toute modification importante de la communication devra être motivée par des informations supplémentaires attestant que les indications actuelles d'une accélération de l'activité ont trouvé confirmation dans des données objectives et se traduisent par un ajustement durable de l'inflation. Dans l'attente de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 juin, de nouvelles projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème et une nouvelle évaluation des risques pesant sur les perspectives devraient devenir disponibles pour éclairer les discussions sur les choix pour l'avenir.

## 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.

Les membres du Conseil ont procédé à des échanges de vues sur les perspectives et les risques relatifs à l'environnement extérieur, prenant également en compte les dernières Perspectives de l'économie mondiale du FMI, qui ont été publiées après la réunion du Conseil des gouverneurs de début mars, et les discussions associées lors des réunions de printemps du FMI. Il a été souligné que les dernières données relatives à l'activité mondiale et aux échanges commerciaux internationaux indiquaient un raffermissement de la dynamique de croissance mondiale et un renforcement de la synchronisation de la reprise, entre la croissance et les échanges au niveau mondial et entre les économies avancées et émergentes. Toutefois, les perspectives extérieures continuent d'être considérées comme étant entourées d'une incertitude élevée et la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance mondiale est perçue comme restant orientée à la baisse.

Parmi les facteurs continuant de contribuer à cette incertitude ont été cités l'ampleur et le calendrier des futures décisions de la nouvelle administration aux États-Unis, l'impact économique de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le rééquilibrage de la demande et la transition vers une croissance plus faible en Chine, ainsi que les évolutions dans d'autres économies de marché émergentes. En particulier, il a été fait référence lors de la discussion au degré d'incertitude élevé entourant les évolutions à court terme de l'économie américaine, qui reflète une nette divergence entre les données objectives et subjectives relatives aux États-Unis. En outre, les intervenants et les investisseurs sur les marchés financiers ont réévalué les perspectives de croissance et d'inflation aux États-Unis ; il est, en effet, apparu que les données relatives aux États-Unis ne dépassaient plus les anticipations des marchés et qu'une forte incertitude entourait toujours les politiques de la nouvelle administration américaine, notamment les perspectives de relance budgétaire et leurs possibles effets expansionnistes.

S'agissant de la zone euro, les membres du Conseil ont généralement convenu que l'évaluation de la situation en matière de croissance était meilleure, les dernières données confirmant que la reprise conjoncturelle de l'économie de la zone euro se déroule de manière globalement conforme au scénario de référence retenu dans les projections de mars 2017 établies par les services de la BCE et probablement de manière plus favorable au premier semestre de l'année. Il a été noté que les données d'enquêtes couvrant plusieurs mois, devenues disponibles depuis la réunion du

Conseil des gouverneurs de début mars, laissent penser que la croissance de la zone euro en 2017 pourrait être plus soutenue qu'attendu au début de l'année, tandis que le marché du travail poursuivait également son redressement, soutenant ainsi les dépenses de consommation. Il a également été observé que les évolutions de l'indice Citigroup de surprise économique pour la zone euro continuaient d'être orientées à la hausse. Dans la dernière EPP, les perspectives de croissance en 2017 et en 2018 ont été révisées à la hausse et sont désormais plus conformes aux projections de mars. Globalement, les perspectives de croissance à moyen terme telles qu'elles ressortent des projections établies par les services de la BCE, y compris la résorption attendue de l'écart de production, semblent rester globalement valables. De plus, le raffermissement et la généralisation de l'expansion économique à l'ensemble des pays et des secteurs devraient rendre l'économie de la zone euro plus résistante à un éventuel choc négatif. Cela étant, il a été observé que la prudence restait de mise, les signaux positifs fournis par l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne et les enquêtes auprès des directeurs d'achat nécessitant encore une confirmation par des données objectives.

À l'occasion de l'analyse des composantes de la demande, il a été souligné que l'expansion économique de la zone euro s'appuyait principalement sur la demande intérieure, la contribution à la croissance du secteur extérieur étant nettement plus faible. L'amélioration de la rentabilité des entreprises et des conditions de financement très favorables devraient favoriser une reprise de l'investissement au cours des prochains mois. Comme M. Praet l'a souligné dans son introduction, toutefois, la dynamique de l'investissement a été atone pendant plusieurs trimestres, ce qui est considéré comme une source de préoccupation. Dans ce contexte, il a été souligné que, lors de l'évaluation de la dynamique de l'investissement dans la zone euro, il était important de tenir compte des facteurs statistiques qui ont fortement influencé l'investissement dans une petite économie de la zone euro l'année dernière.

S'agissant de la consommation, il a été noté que le revenu disponible nominal des ménages avait augmenté plus fortement que lors de la précédente reprise de 2011, et dans des proportions encore plus importantes en termes réels. En particulier, la hausse de l'emploi, à la faveur également des réformes structurelles antérieures, exerce une incidence positive durable sur le revenu réel du travail des ménages et sur la consommation privée. Toutefois, il a été souligné que, au cours des mois à venir, la croissance du revenu disponible dépendrait de la croissance du salaire nominal et que l'hypothèse d'un net redressement de la croissance des salaires retenue dans le scénario de référence des projections de mars 2017 n'était pas garantie. Par conséquent, les prévisions d'activité intégrées dans les projections pourraient, elles aussi, se révéler exagérément optimistes à moins que la consommation soit soutenue par une diminution du taux d'épargne, ce qui contrebalancerait l'impact d'une hausse des prix de l'énergie sur le revenu réel disponible.

S'agissant de l'évaluation des risques, les membres du Conseil se sont généralement accordés sur le fait que les risques négatifs pesant sur les perspectives de croissance avaient encore régressé



depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début mars, tandis que divers points de vue ont été formulés à propos de la caractérisation de la balance des risques. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques pesant sur l'économie de la zone euro liés à l'environnement extérieur demeuraient négatifs. Toutefois, des différences sont apparues dans la perception des risques intérieurs pesant sur l'économie de la zone euro et, par conséquent, de la balance globale des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro.

S'agissant des risques intérieurs, il a été avancé que les projections établies par les services de la BCE, en s'appuyant sur une croissance des salaires plus élevée et un taux d'épargne des ménages en diminution, indiquaient des risques négatifs pour la demande intérieure au cours des prochains mois. Il a également été considéré que pouvait peser sur l'activité un risque négatif lié aux évolutions récentes plus faibles que prévu de l'investissement des entreprises du secteur privé. Toutefois, dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les risques négatifs relatifs à l'activité diminuaient, les dernières données et enquêtes confirmant le diagnostic selon lequel la reprise économique de la zone euro se consolidait et semblait indiquer que, au moins à court terme, la croissance de la zone pourrait s'avérer plus soutenue qu'anticipé précédemment.

L'évolution de l'incertitude politique dans la zone euro et l'ampleur des implications pour les perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme ont également donné lieu à des discussions. Dans ce contexte, il a été rappelé que, si le Conseil des gouverneurs devait intégrer dans son évaluation une éventuelle incidence de l'incertitude politique sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme, il n'existe que peu d'éléments indiquant que l'incertitude politique exerce un effet négatif important sur l'activité économique, comme l'illustre, par exemple, l'impact économique limité enregistré jusqu'à présent à l'issue du référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE. Sur cette base, il ne faut s'attendre à aucun redressement significatif de la croissance dans l'éventualité où et lorsque l'incertitude politique diminuera.

Dans ce contexte, si un large consensus s'est dégagé sur le fait que la configuration des risques pesant sur l'activité de la zone euro s'est globalement améliorée, certains membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur le PIB en volume pouvaient désormais être qualifiés de globalement équilibrés, en particulier compte tenu de l'amélioration des données et des indicateurs récents, et du recul de l'incertitude politique. D'autres membres du Conseil ont continué de soutenir que les risques négatifs pesant sur la croissance restaient prédominants et qu'il serait prématuré de modifier l'évaluation des risques au vu de la persistance de risques et d'incertitudes, bien qu'en baisse, tant au niveau mondial que dans la zone euro.

Il a été rappelé que les tendances récentes et les perspectives d'un raffermissement et d'une généralisation de la reprise conjoncturelle de l'économie bénéficiaient de conditions de financement exceptionnellement favorables et s'appuyaient sur le soutien continu apporté par les mesures de politique monétaire de la BCE. Néanmoins, pour que ces mesures puissent faire sentir pleinement leurs effets bénéfiques, il est nécessaire que d'autres pans de la politique économique apportent

une contribution beaucoup plus décisive au renforcement de la croissance économique. La mise en œuvre des réformes structurelles doit être nettement accélérée en vue d'accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro, de réduire le chômage structurel et d'augmenter la productivité et la croissance du PIB potentiel. S'agissant des politiques budgétaires, il est essentiel que tous les pays intensifient leurs efforts pour parvenir à une structure des finances publiques plus propice à la croissance. La mise en œuvre intégrale et systématique du Pacte de stabilité et de croissance et de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, sur la durée et dans tous les pays, reste cruciale.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation des perspectives présentée par M. Praet dans son introduction. Selon Eurostat, l'inflation annuelle totale dans la zone euro est revenue à 1,5 % en mars 2017, après 2,0 % le mois précédent. Il a été souligné que ce recul faisait suite à plusieurs mois de hausses inattendues de l'inflation totale et qu'il résultait principalement des composantes volatiles de l'IPCH, reflétant une moindre hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires non transformés, mais aussi d'un ralentissement de la hausse des prix des services.

La hausse annuelle de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à 0,7 % en mars, contre 0,9 % en janvier et en février 2017. Après un examen plus détaillé des facteurs à l'origine de la baisse du taux de l'inflation sous-jacente, ce recul a été considéré comme lié à d'importants effets de calendrier dans plusieurs pays, reflétant le ralentissement des composantes volatiles liées aux voyages, notamment aux voyages organisés, en liaison avec le calendrier des fêtes de Pâques. Pour l'avenir, il a donc pu être affirmé que ces facteurs n'auraient qu'un effet négatif minimal sur les perspectives d'évolution à court terme de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente, les perspectives d'inflation à moyen terme demeurant stables. Toutefois, il a également été noté qu'on ne pouvait exclure une révision à la baisse des perspectives d'inflation dans les projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait augmenter à nouveau en avril, avant d'osciller par la suite autour de niveaux légèrement plus bas jusqu'à fin 2017.

Il a été souligné que les mesures de l'inflation sous-jacente demeuraient faibles, les ressources inutilisées continuant de peser sur la formation des prix et des salaires domestiques. Une déception a été exprimée concernant l'absence, à ce jour, de rebond de l'inflation sous-jacente et le caractère toujours timide des signes de regain des tensions inflationnistes. Les mesures de l'inflation sous-jacente ne devraient augmenter que graduellement à moyen terme, confortées par les décisions de politique monétaire de la BCE, la poursuite attendue de la reprise économique et, en conséquence, la résorption progressive de la sous-utilisation des capacités productives. Il a cependant été largement admis qu'il n'y avait pas encore de signes clairs d'une hausse durable de l'inflation sous-jacente.

S'agissant des perspectives d'évolution des salaires, il a été rappelé que les projections macroéconomiques de mars 2017 établies par les services de la BCE prévoyaient un redressement relativement prononcé des salaires. Toutefois, aucune accentuation significative de la hausse des salaires n'a encore été constatée, en dépit du resserrement de l'écart de production et de la baisse des taux de chômage. Il a été considéré que le rôle des mesures élargies des capacités inutilisées sur le marché du travail pourrait être analysé plus en détail et, d'une manière plus générale, il a été estimé qu'une étude plus approfondie du comportement en matière de salaires était nécessaire, notamment en ce qui concerne les processus d'accords salariaux et de négociations salariales, ainsi que l'évolution de la distribution des revenus. L'hypothèse a été formulée que des changements structurels de la dynamique des salaires en Europe pourraient être à l'œuvre, avec d'éventuelles conséquences sur les évolutions à long terme de la dynamique de l'inflation sous-jacente.

Les membres du Conseil ont également examiné les évolutions récentes des anticipations d'inflation. Tandis que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes, telles que l'EPP, sont restées largement inchangées, celles extraites des instruments de marché ont légèrement diminué. Par exemple, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortait à 1,6 %. Toutefois, les anticipations d'inflation étaient nettement supérieures aux bas niveaux constatés à l'été 2016, et il a été réitéré que le risque de déflation et d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation avait presque complètement disparu.

S'agissant des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme, un large consensus s'est dégagé sur le fait que, malgré des données plus positives concernant la croissance, il n'y avait eu aucune modification significative de l'évaluation des perspectives d'inflation. Lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui se tiendra en juin, de nouvelles informations importantes seront disponibles, notamment les projections trimestrielles, les données du PIB pour le premier trimestre 2017 et deux mois supplémentaires de données relatives à l'inflation. Cela permettra une meilleure évaluation de la dynamique et du caractère durable de la reprise, ainsi que des perspectives d'ajustement durable de l'évolution de l'inflation.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. M3 a continué de progresser à un rythme vigoureux en février 2017, soutenue principalement par ses composantes les plus liquides. La reprise de la croissance des prêts au secteur privé observée depuis début 2014 s'est poursuivie.

Les effets des mesures de politique monétaire mises en place depuis juin 2014 ont ainsi continué d'améliorer les conditions d'emprunt des entreprises et des ménages et de soutenir les flux de crédits dans la zone euro. Il a été fait référence à la poursuite de la baisse des taux débiteurs et aux données tirées de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le premier trimestre 2017, qui montre que la demande nette de prêts a progressé et que les conditions de prêt des banques se sont encore assouplies pour l'ensemble des catégories de prêts.

Dans le même temps, il a été remarqué que, en dépit d'un redressement qui se poursuivait, la croissance des crédits consentis au secteur privé demeurait à un faible niveau. Leur taux de croissance n'a guère dépassé 2 % depuis l'été 2016, en dépit des achats d'actifs de l'Eurosystème, qui se sont élevés entre-temps à 1 800 milliards d'euros. Les fragilités qui subsistent dans le secteur bancaire de plusieurs pays, liées en particulier à l'encours de créances douteuses au bilan des banques, ont été considérées comme un frein à une plus forte transmission des conditions monétaires très accommodantes et à une dynamique plus soutenue du crédit.

De la prudence a été exprimée s'agissant de l'interprétation du solde qualitatif des réponses fournies à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, et des questions ont été soulevées au sujet de l'hétérogénéité entre pays dont l'enquête fait état en ce qui concerne l'impact du taux négatif de la facilité de dépôt sur les bénéfices des banques et les volumes de prêts. À cet égard, il a été noté que la transmission aux taux créditeurs bancaires avait été limitée jusqu'à présent, et que la capacité d'ajustement des marges dépendait, selon les banques interrogées, du degré de pression concurrentielle et de l'ampleur des marges ainsi que des caractéristiques institutionnelles, telles que la prévalence de contrats à taux variables et de l'indexation, qui diffèrent d'une juridiction de la zone euro à l'autre. Il a été souligné que, pour la zone euro dans son ensemble, les données continuaient d'indiquer que le taux négatif de la facilité de dépôt a des effets positifs sur les volumes de prêts ainsi qu'un effet d'assouplissement sur les taux débiteurs.

#### *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, tandis que la reprise conjoncturelle dans la zone euro devenait de plus en plus solide et que les risques à la baisse s'atténaient encore, les tensions inflationnistes sous-jacentes demeuraient faibles et ne présentaient pas encore de signes convaincants de remontée.

Un large consensus s'est également dégagé sur l'évaluation de M. Praet selon laquelle les mesures de politique monétaire de la BCE apportaient une contribution déterminante à la préservation des conditions de financement très favorables, qui sont vues comme un facteur essentiel à l'origine de la reprise conjoncturelle, soutenant sa résistance aux chocs défavorables et, à terme, une hausse de l'inflation à un niveau conforme à l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Dans le cadre de leur évaluation des perspectives en matière de stabilité des prix, les membres du Conseil ont généralement convenu que les perspectives globales de croissance s'étaient encore améliorées. Dans le même temps, il a été souligné que, compte tenu de l'incertitude persistante, les perspectives en matière d'inflation demeuraient fragiles. Tandis que le risque déflationniste a presque disparu, l'inflation sous-jacente est demeurée atone. De plus, l'inflation mesurée par l'IPCH a récemment fait preuve de volatilité, en grande partie en raison de l'évolution des prix de l'énergie.

Cela souligne la nécessité de faire abstraction des évolutions transitoires de l'inflation totale, qui n'ont pas d'implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme.

Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les signes d'un ajustement durable de l'inflation ne s'étaient pas renforcés et que les progrès sur la voie de la convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs demeuraient jusqu'ici insuffisants. En particulier, le dynamisme de la reprise conjoncturelle et le scénario de référence d'une hausse de l'inflation vers un niveau en conformité avec l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs continue de dépendre d'une orientation très accommodante de la politique monétaire.

Par conséquent, à ce stade, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil des gouverneurs sur le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire restait appropriée. Cela passe par le maintien des taux directeurs de la BCE à un niveau inchangé, et par la confirmation à la fois du rythme et de l'horizon prévus des achats dans le cadre de l'APP, ainsi que des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs et sur le programme d'achats d'actifs, y compris les biais accommodants qui y sont associés.

Dans le même temps, on a fait valoir qu'il pouvait être reconnu que le recours à ces options pour accentuer l'orientation accommodante devenait moins probable, conformément à l'évolution du diagnostic du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il a également été à nouveau rappelé que la décision de décembre 2016 du Conseil des gouverneurs de poursuivre ses achats dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel moins élevé, soit 60 milliards d'euros, à partir d'avril 2017 et de réaliser la dernière opération de refinancement à plus long terme ciblée fin mars reflétait déjà son évaluation plus nuancée du regain de confiance dans les performances de l'économie de la zone euro et de la disparition du risque déflationniste.

À plus long terme, il a été suggéré que, si la reprise dans la zone euro maintenait sa dynamique et que des avancées vers un ajustement durable de l'inflation étaient réalisées, il conviendrait d'accorder toute l'attention requise à l'adaptation de la formulation actuelle des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs. Il a été souligné que, au final, l'orientation future de la politique monétaire dans toutes ses composantes dépendait de façon déterminante de l'évaluation prospective et approfondie des perspectives de stabilité des prix réalisée par le Conseil des gouverneurs. Il est nécessaire d'évaluer de façon continue si l'inflation s'oriente sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme, et si elle se maintiendra sur cette trajectoire et ce, même si les conditions de la politique monétaire sont moins accommodantes.

Lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en juin, de nouvelles projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème/de la BCE seront disponibles, le Conseil des

gouverneurs sera ainsi mieux en mesure de dresser un bilan et de procéder à une réévaluation de la soutenabilité de la reprise et des perspectives d'inflation.

Dans la mesure où l'inflation continuerait de tendre, de manière auto-entretenu, vers l'objectif du Conseil des gouverneurs, une discussion plus large sur la conception d'une stratégie appropriée pour la normalisation de la politique monétaire deviendrait souhaitable à l'avenir.

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

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Praet dans son introduction de maintenir inchangée la communication relative à la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et les indications sur sa trajectoire future, tout en adoptant un ton plus positif sur l'état de l'économie de la zone euro et en soulignant la solidité croissante de la reprise conjoncturelle et la poursuite de l'atténuation des risques à la baisse. De même, il est nécessaire que le Conseil des gouverneurs réaffirme sa confiance dans l'efficacité de ses mesures de politique monétaire pour soutenir la croissance et l'inflation.

Dans le même temps, il a été estimé que la communication du Conseil des gouverneurs devait être ajustée d'une façon très progressive et prudente dans la mesure où, au stade actuel, les conditions monétaires et financières étaient particulièrement sensibles aux évolutions de celle-ci. Après une longue période de conditions monétaires très accommodantes, des modifications même mineures et graduelles de la communication pourraient exercer des effets de signal forts si elles sont interprétées comme annonçant un changement de la stratégie de politique monétaire. Un resserrement prématuré et injustifié des conditions financières pourrait mettre en péril la perspective d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif du Conseil des gouverneurs, en particulier dans un environnement d'incertitude persistante. Cependant, il a également été souligné qu'un ajustement progressif de la communication, en phase avec l'évolution de l'évaluation des perspectives économiques et de la balance des risques par le Conseil des Gouverneurs, soutiendrait la cohérence et la crédibilité des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs.

Compte tenu du précédent échange de vues sur la balance des risques pesant sur l'activité de la zone euro, les membres se sont tous accordés pour souligner, dans la communication, que les risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro évoluaient vers une configuration plus équilibrée tout en restant orientés à la baisse. Le climat d'incertitude qui règne actuellement, en lien notamment avec l'environnement externe, continue d'inviter à la prudence. Il a aussi été décidé que la communication concernant les perspectives d'inflation ne devrait pas être modifiée.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé de laisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et - 0,40 %. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs.

En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a confirmé que les achats nets d'actifs seraient réalisés, au nouveau rythme mensuel de 60 milliards d'euros, jusque fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Les achats nets s'effectueront en parallèle avec des réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs. Si les perspectives devenaient moins favorables ou si les conditions financières ne permettaient plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, le Conseil des gouverneurs se tient prêt à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

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

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170427.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170427.fr.html>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 26 et 27 avril 2017

### **Membres**

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

(\*) Membres ne disposant pas de droit de vote en avril 2017 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, direction générale Questions économiques



\*\* Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

### **Personnes accompagnantes**

M. Bitāns  
M. Bradeško  
Mme Buch  
M. Carvalho  
Mme Donnery, suppléante de M. Lane  
M. Fagan  
M. Gaiotti  
M. Hernández de Cos  
M. Kaasik, suppléant de M. Hansson  
Mme Le Lorier  
M. Mifsud  
M. Mooslechner  
M. Mrva  
M. Randveer  
M. Schoder  
M. Šiaudinis  
M. Stavrou  
M. Swank  
M. Tavlás  
M. Välimäki  
M. Wunsch

### **Autres membres du personnel de la BCE**

Mme Graeff, directrice générale Communication  
M. Straub, conseiller auprès du président  
M. Bindseil, directeur général Opérations de marché  
M. Klöckers, directeur général Évolutions économiques, DG Questions économiques  
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue jeudi 6 juillet 2017.