



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

22 novembre 2018

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

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main

le mercredi 24 et le jeudi 25 octobre 2018

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

Évolutions sur les marchés financiers

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

Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 12 et 13 septembre 2018, une hausse continue du rendement des bons du Trésor américain à dix ans a été observée. Le rendement des bons du Trésor américain avait initialement poussé également les taux sans risque de la zone euro à la hausse, mais les effets de contagion sont demeurés relativement contenus dans l'ensemble.

Une décomposition de la hausse du rendement nominal des bons du Trésor américain à dix ans en point mort d'inflation et en rendement réel indique que la hausse récente a reflété, dans l'ensemble, une augmentation du rendement réel. Il convenait également de souligner l'ajustement modéré des points morts d'inflation à dix ans par rapport à la hausse des prix des matières premières et à la relation étroite observée au cours des dernières années entre l'évolution des prix du pétrole et les anticipations d'inflation à long terme.

S'agissant des évolutions sur les marchés obligataires de la zone euro, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs mi-septembre, la courbe de rendement des obligations souveraines italiennes s'est déplacée vers le haut de façon notable, les rendements à deux ans et à dix ans se situant 150 et 180 points de base au-dessus de leurs niveaux de début mai 2018.

En ce qui concerne les évolutions sur les marchés boursiers, les marchés américains ont connu une forte correction en réponse à la hausse du rendement des bons du Trésor, qui s'est propagée aux marchés boursiers à l'échelle mondiale, y compris dans la zone euro. D'autres facteurs, tels que la situation en Italie, les tensions commerciales et les craintes grandissantes concernant les perspectives de croissance mondiale, ont probablement amplifié la correction.

L'impact global des conflits commerciaux sur le marché boursier aux États-Unis semble être resté limité jusqu'à présent, principalement en raison de la part relativement faible des secteurs exposés au commerce dans la capitalisation boursière totale aux États-Unis. À l'inverse, dans le cas des économies de marché émergentes, les tensions commerciales ont eu un impact perceptible sur les marchés boursiers des économies les plus ouvertes au commerce. En Chine, l'intensification des tensions commerciales a entraîné une baisse prononcée sur le marché boursier.

Enfin, s'agissant des anticipations relatives aux taux d'intérêt dans la zone euro, M. Cœuré a indiqué que la valorisation du marché faisait apparaître un déplacement vers le haut de la courbe des taux des *swaps* indexés sur le taux au jour le jour, tandis que les économistes interrogés avaient revu légèrement à la baisse leurs anticipations concernant le rythme du durcissement.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 croissance mondiale s'est modérée, devenant moins synchronisée. La croissance du commerce s'est stabilisée. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est demeurée inchangée par rapport à août, ressortant à 2,9 %, et l'inflation hors énergie et produits alimentaires est elle aussi restée globalement stable, à 2,1 % environ. Les prix du *Brent* libellés en dollars ont diminué de 4,4 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre. Sur la même période, les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté de 1,9 % et les prix des métaux de 3,5 %.

S'agissant de la zone euro, les données récemment disponibles ont été un peu plus faibles. L'indice composite rapide des directeurs d'achat pour la zone euro a diminué en octobre, revenant à 52,7 après 54,1 en septembre. Les dernières données relatives à cet indice suggèrent, pour l'avenir, un ralentissement de la dynamique de croissance dans le secteur manufacturier. Cela est lié, en partie, à des facteurs spécifiques au secteur qui risquent de ne peser que temporairement sur la croissance du PIB en volume de la zone euro. La dynamique de fond de la croissance reste cohérente avec le scénario de référence d'une poursuite de l'expansion économique généralisée. La croissance de la consommation privée s'est poursuivie à un rythme robuste. La croissance de l'emploi continue d'être le principal facteur à l'origine du dynamisme de la hausse des revenus des ménages. L'investissement des entreprises devrait continuer d'augmenter, soutenu par des anticipations de bénéfices favorables, une demande intérieure solide et des conditions de financement favorables. La décélération de la croissance des exportations hors zone euro observée depuis le début de l'année s'est interrompue. Dans le même temps, les incertitudes qui entourent le commerce nuisent à l'activité.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH s'est établie à 2,1 % en septembre 2018, après 2,0 % en août, et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est demeuré stable, à 0,9 %. Dans l'ensemble, les données récentes sont légèrement plus élevées que prévu s'agissant de l'inflation totale et de la hausse des salaires, et légèrement plus faibles concernant la hausse des prix des services. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente ont affiché un profil d'évolution relativement stable. La plus forte hausse des salaires, ainsi que le redressement des prix à la production et des prix des importations, devraient continuer de soutenir l'ajustement à la hausse de l'inflation sous-jacente.

D'après les résultats de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2018, les anticipations d'inflation ressortent en moyenne à 1,7 % pour 2018 et 2019, sans changement par rapport au trimestre précédent, et elles sont identiques aux projections macroéconomiques de septembre 2018 établies par les services de la BCE. Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont également restées largement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les conditions financières se sont légèrement durcies en raison de la baisse des prix des actions, mais le coût de l'emprunt pour les ménages et les entreprises est demeuré très accommodant. Les actions des sociétés non financières (SNF) comme des sociétés financières ont diminué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les anticipations de bénéfices sont demeurées globalement inchangées. Les marchés italiens, en revanche, ont connu un regain de volatilité, mais les effets de contagion aux autres marchés d'obligations souveraines de la zone euro sont limités jusqu'à présent. Par rapport à la réunion de mi-septembre, la date anticipée par les marchés pour un premier relèvement des taux directeurs de la BCE est resté largement inchangée.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de M3 est ressortie à 3,5 % en septembre. L'accentuation de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF s'est établi à 4,3 % en septembre, tandis que les prêts aux ménages ont augmenté de 3,1 %. Les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro confirment également que la demande nette de prêts est demeurée robuste.

S'agissant de la politique budgétaire, les projets de plans budgétaires pour 2019 indiquent un léger assouplissement de l'orientation budgétaire dans la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, par rapport aux projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE. Cette évolution résulte essentiellement des mesures de nature à accroître le déficit en Italie et des mesures expansionnistes supplémentaires en Allemagne.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a conclu que les conditions financières se sont légèrement durcies depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre, mais que les conditions d'emprunt pour les ménages et les entreprises ont continué d'être très accommodantes.

Les données disponibles, quoique légèrement inférieures aux anticipations, sont restées globalement conformes au scénario de référence d'une poursuite de la croissance généralisée de l'économie, soutenue par la demande intérieure et la poursuite des améliorations sur les marchés du travail. Des évolutions récentes spécifiques à certains secteurs ont exercé une incidence sur les caractéristiques de la croissance à court terme. Des éléments montrent que les incertitudes relatives aux échanges commerciaux ont influencé l'activité des entreprises.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés. Toutefois, la menace protectionniste, les vulnérabilités des marchés émergents et la volatilité persistante des marchés financiers sont demeurées importantes.

L'inflation totale s'est accélérée, s'établissant à 2,1 % en septembre, et elle devrait fluctuer autour du niveau actuel au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées. Dans la période à venir, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître, soutenue par la hausse régulière des salaires et l'accumulation de tensions en amont de la chaîne des prix.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Cette évaluation appelle à faire preuve de patience, de prudence et de persévérance dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Dès lors, le Conseil des gouverneurs doit maintenir l'orientation accommodante de sa politique monétaire et par conséquent : a) réitérer son anticipation selon laquelle, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, il mettra un terme à ses achats nets fin décembre ; et b) réaffirmer tous les éléments constitutifs de sa *forward guidance* concernant la trajectoire des taux d'intérêt et les réinvestissements.

S'agissant de la communication, il était important de souligner que les données disponibles, quoique légèrement inférieures aux anticipations, sont restées globalement compatibles avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro et une hausse progressive de l'inflation, et que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro peuvent encore être considérés comme globalement équilibrés, même si les risques liés à la montée du protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers sont demeurés importants. De même, il était important de souligner que la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro continue de soutenir la confiance dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs et dans son maintien même après la fin progressive des achats nets d'actifs. De plus, il était essentiel de réaffirmer qu'un niveau significatif de soutien monétaire reste nécessaire pour la poursuite d'une convergence durable de l'inflation vers l'objectif d'inflation 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*). À cet égard, M. Praet a souligné que la fin progressive des achats nets d'actifs ne revient pas à mettre fin à la politique monétaire accommodante.

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 données récentes et les résultats d'enquêtes ont généralement été légèrement plus faibles que prévu mais ont continué d'être considérés comme compatibles avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro, comme cela ressortait des projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE. Il a été souligné que la dynamique de croissance plus faible observée en 2018 correspondait à une croissance de l'économie davantage en phase avec le potentiel, après les taux de croissance nettement supérieurs au potentiel enregistrés en 2017. En particulier, le ralentissement de la dynamique de la croissance cette année a reflété une modération de la croissance des exportations après les résultats exceptionnellement bons enregistrés en 2017.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En examinant les perspectives et les risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont indiqué que même si la croissance mondiale s'est ralentie et est devenue moins synchronisée, on a observé une stabilisation de la croissance des échanges commerciaux. Les membres ont réitéré leurs inquiétudes quant à l'impact potentiel du protectionnisme commercial et d'une escalade des conflits commerciaux sur les perspectives économiques mondiales. Même s'il a été avancé que l'impact des tensions commerciales actuelles sur la zone euro a été relativement limité jusqu'à présent, il est également possible qu'une incidence défavorable des tensions commerciales sur les économies plus ouvertes ait été compensée par les importations qui sont actuellement plus dynamiques, en particulier aux États-Unis.

Les membres du Conseil ont pris note du résultat de la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et des discussions en cours entre l'UE et les États-Unis. Il a été observé que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuaient de persister. Il a également été fait référence aux progrès des négociations sur les conditions de la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Dans le même temps, il a été remarqué que les risques liés aux économies de marché émergentes se sont légèrement atténués, des pays comme la Turquie et l'Argentine s'étant stabilisés. Il a également été indiqué que les dynamiques économiques ont été très soutenues dans plusieurs pays voisins de l'Est.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont considéré que les incertitudes liées aux facteurs mondiaux sont demeurées fortes et les risques liés à l'environnement extérieur ont été évalués comme orientés négativement.

S'agissant de la zone euro, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les informations devenues disponibles ont généralement été plus faibles que prévu. Toutefois, la croissance du PIB en volume a été confirmée à 0,4 % au deuxième trimestre et la composition a été légèrement révisée, faisant apparaître notamment une contribution plus élevée de la croissance des exportations, qui s'est stabilisée, ainsi qu'une demande intérieure plus robuste. De plus, les dernières données d'enquêtes publiées, quoique légèrement plus faibles, sont restées supérieures aux moyennes historiques et les données disponibles pour le troisième trimestre ont été considérées comme ayant été affectées par des facteurs spécifiques aux pays et aux secteurs. Il a été noté que les outils de prévision en temps réel, qui ont été conçus pour prendre en compte une large gamme de données publiées et d'indicateurs afin de fournir une estimation actualisée de la croissance sont allés dans le sens d'une révision à la baisse des perspectives à court terme. Un profil de croissance plus faible au second semestre 2018 aurait un effet mécanique, *via* l'acquis de croissance, sur l'estimation de la croissance annuelle en 2019. Toutefois, il a également été reconnu que peu d'informations sont actuellement disponibles pour le quatrième trimestre, à l'exception de l'indice des directeurs d'achat pour octobre et de la confiance des consommateurs, qui s'est stabilisée à un niveau élevé. En prenant en compte le rôle des évolutions temporaires et spécifiques aux différents secteurs, il a été jugé, dans l'ensemble, que les données récentes et les résultats d'enquêtes n'ont pas significativement modifié les perspectives d'évolution et que le scénario de référence des projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE prévoyant une poursuite de l'expansion économique est resté globalement valable.

La vigueur sous-jacente de l'économie se reflète dans les évolutions des principales composantes de la demande. La consommation privée a été soutenue par la hausse en cours de l'emploi et des salaires. Les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

investissements des entreprises ont été stimulés par la forte demande intérieure, les conditions de financement favorables et leur rentabilité. L'investissement immobilier résidentiel est resté robuste. De plus, la croissance de l'activité mondiale devrait continuer de favoriser les exportations de la zone euro, à un rythme réduit cependant. Une question a été posée à propos de l'impact futur que pourraient exercer des prix du pétrole plus élevés et volatils sur la demande et l'offre, notamment par les effets des termes de l'échange sur le revenu réel disponible des ménages et les bénéfices des entreprises

Les membres du Conseil se sont mis d'accord sur le fait que les projections de décembre 2018 établies par les services de l'Eurosystème, qui seront disponibles lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, donneront l'occasion d'une évaluation plus approfondie. Des données et des résultats d'enquête supplémentaires devraient également permettre de mieux identifier le rôle des facteurs transitoires et des facteurs persistants qui affectent les perspectives de croissance. En outre, il a été noté que, pour la première fois, les projections de décembre incluront les perspectives pour 2021. Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'actuellement les risques pesant sur la croissance pouvaient être considérés comme globalement équilibrés, mais il a été remarqué qu'un certain nombre d'arguments faisaient état de risques sur les perspectives de croissance orientés négativement. Il a été rappelé que les projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE intégraient une légère accélération des taux de croissance trimestriels en 2019 par rapport au profil d'évolution de 2018, qui est susceptible d'être révisée. Les projections de décembre comporteront une évaluation actualisée de l'impact des évolutions des échanges commerciaux sur les perspectives de croissance de la zone euro, qui ont été révisées successivement à la baisse lors des exercices de projection récents, reflétant, dans une large mesure, l'incidence de facteurs externes. De plus, il a été rappelé que les projections de septembre ont intégré un impact limité de l'affaiblissement des échanges commerciaux sur l'investissement intérieur dans la zone euro. Il a été fait référence à des informations ponctuelles indiquant que les décisions commerciales des entreprises étaient affectées par l'incertitude généralisée relative aux évolutions commerciales et politiques, incertitude qui a amené certaines entreprises à reporter leurs investissements.

S'agissant des politiques budgétaires, il a été souligné que la poursuite de l'expansion généralisée appelle une reconstitution de réserves budgétaires. Cela importe en particulier dans les pays dont la dette publique est élevée, pour lesquels il est crucial de respecter pleinement le pacte de stabilité et de croissance en vue de maintenir une situation budgétaire saine. L'application, de façon transparente et systématique, du cadre budgétaire et de gouvernance économique de l'Union européenne, sur la durée et dans tous les pays, reste également essentielle pour accroître la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Même si l'orientation budgétaire plus expansionniste attendue dans plusieurs grands pays dont les niveaux de dette publique sont bas pourrait avoir un effet positif sur la croissance dans la zone euro, les membres du Conseil ont aussi souligné que l'effet expansionniste des politiques budgétaires procycliques est incertain. C'est particulièrement le cas dans les économies ayant déjà des niveaux de dette élevés et où un assouplissement de l'orientation budgétaire pourrait affecter défavorablement la confiance et avoir un effet négatif sur la résilience.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont encore généralement considérés comme globalement équilibrés. Bien que les risques liés au protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers demeurent importants, il a été jugé que la vigueur sous-jacente de l'économie continue d'atténuer les risques à la baisse pesant sur l'activité.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'inflation totale dans la zone euro est ressortie à 2,1 % en septembre 2018, après 2,0 % en août. Cette évolution reflète des contributions plus fortes de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, tandis que la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est restée stable à 0,9 %. Au cours des prochains mois, 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. Si les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, elles ont augmenté par rapport aux points bas passés, et les tensions d'origine interne sur les coûts se sont accentuées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer vers la fin de l'année et augmenter encore à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, l'expansion économique en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

Les membres du Conseil ont considéré que les perspectives d'évolution à moyen terme de l'inflation figurant dans les projections de septembre 2018 établies par les services de la BCE étaient globalement confirmées. Il a été remarqué que l'évolution décevante de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'explique principalement par les prix des services. Toutefois, il a été rappelé qu'un certain nombre de facteurs spécifiques sous-tendent les évolutions des prix des services, qui sont principalement liés aux prix administrés. On doit s'attendre à une augmentation de l'inflation sous-jacente dans la zone euro lorsque ces effets de base auront disparu.

Il a été observé que la croissance des salaires avait continué de se redresser conformément aux anticipations, reflétant les tensions sur le marché du travail et la réduction de la sous-utilisation des capacités de production, et que l'accélération de la croissance des salaires résultait principalement des salaires négociés plutôt que du glissement conjoncturel des salaires. Les évolutions des salaires ont été considérées comme un facteur à l'origine de l'amélioration de la confiance dans les perspectives d'évolution des prix à la consommation. Il a été remarqué que la croissance des salaires dans la zone euro s'est accélérée, ressortant à 2,3 % au deuxième trimestre, contre 1,9 % au trimestre précédent. Dans les pays déjà confrontés à des contraintes de capacité, la croissance des salaires a même été plus forte. Des éléments d'information confortant cette évaluation ont été mentionnés pour un certain nombre de pays.

Dans le même temps, il a été souligné que les mécanismes d'indexation des salaires sont devenus nettement moins importants depuis la crise financière dans un certain nombre de pays. Cela suggère que les effets de second tour pourraient être à présent de moindre importance que par le passé.

S'agissant des évolutions sur les marchés du pétrole, il a été avancé que, dans les circonstances actuelles, la réaction probable de l'offre de pétrole à une hausse de la demande était très incertaine. En outre, il a été affirmé qu'une rupture fondamentale de la dynamique des prix du pétrole était intervenue, le rôle du pétrole de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

schiste affectant la réactivité de l'offre, ce qui n'était pas le cas au cours de la première décennie de l'Union monétaire ni durant la période précédente. Par conséquent les variations des prix du pétrole ont été volatiles, mais pas particulièrement persistantes. Il a été souligné que, même si la hausse des cours du pétrole pourrait constituer un risque à la baisse pour la croissance, en raison des effets défavorables des termes de l'échange sur la consommation, on devait s'attendre à une incidence positive sur l'inflation, y compris celle des effets de second tour des hausses antérieures des cours du pétrole.

Les membres du Conseil ont souligné que la transmission de l'augmentation des salaires à la hausse des prix à la consommation était soumise à des décalages temporels. Des questions ont été soulevées, en particulier, au sujet du comportement des marges bénéficiaires et des taux de marge. Il a été noté que, jusqu'à présent, les entreprises se sont adaptées à la hausse des salaires en réduisant les taux de marge. Il a également été avancé que les taux de marge ne pouvaient être indéfiniment comprimés.

Les membres du Conseil ont également fait référence à l'impact potentiel des tensions commerciales sur les perspectives d'inflation. Il a été considéré que l'impact total était ambigu et qu'il dépendrait de l'équilibre entre les effets liés à la demande et ceux liés à l'offre.

S'agissant des évolutions des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les mesures à long terme extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes semblent raisonnablement bien ancrées. Selon la dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations d'inflation à plus long terme étaient inchangées, à 1,9 %, et le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans était lui aussi demeuré stable, à 1,7 % environ.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La croissance de la monnaie au sens large (M3) est demeurée globalement stable et a été de plus en plus soutenue par la création de crédit par les banques. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large.

Il a été noté que la croissance des prêts des IFM au secteur privé s'était encore renforcée, poursuivant la tendance haussière observée depuis le début de 2014. Dans la zone euro, la croissance des prêts aux SNF s'est encore accélérée en septembre, tandis que celle des prêts aux ménages est demeurée inchangée à des niveaux élevés, soutenue par la poursuite de l'expansion économique et des conditions de crédit très favorables. Il a été jugé encourageant que la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire continue de faire état d'une hausse de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts et de résultats positifs concernant les conditions d'octroi des crédits bancaires pour les prêts aux entreprises et les prêts au logement consentis aux ménages. Dans ce contexte, il a été remarqué que l'arrivée à échéance de certaines des opérations de refinancement à plus long terme ciblées tomberait à moins d'un an au cours de l'année prochaine, ce qui pourrait avoir une incidence sur l'évolution de l'excédent de liquidité et affecter la situation de liquidité des banques. Il a également été avancé que, dans une perspective prudentielle, une certaine prudence était de mise quant aux implications potentielles des conditions de crédit très accommodantes et des taux débiteurs faibles sur la capacité des banques à évaluer et à correctement prendre en compte le risque de crédit.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a été fait référence à la hausse récente des écarts de rendement des obligations souveraines dans un pays de la zone euro, pour lequel il a été noté que les taux des prêts bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages avaient augmenté et que les coûts de financement de marché pour les SNF s'étaient accrus de façon un peu plus marquée. Un certain durcissement des conditions d'octroi de crédits bancaires ressort également, pour cette économie, des résultats récents de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, avec, en particulier, un léger durcissement des conditions générales attachées aux nouveaux prêts au secteur privé.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Les données disponibles, quoique en léger retrait par rapport aux anticipations, restent globalement compatibles avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro et une hausse progressive des tensions inflationnistes. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro et un nombre croissant d'éléments allant dans le sens d'une accumulation des tensions sur les salaires continuent de soutenir la confiance dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs même après la fin progressive des achats nets d'actifs. Cela étant, les incertitudes concernant la montée du protectionnisme, les vulnérabilités des marchés émergents et la volatilité des marchés financiers demeurent fortes. Un niveau significatif de relance monétaire reste nécessaire pour soutenir la poursuite du renforcement des tensions domestiques sur les prix et de l'inflation totale à moyen terme. 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 les indications renforcées sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*enhanced forward guidance*).

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les conditions d'emprunt pour l'économie réelle sont demeurées très favorables à la poursuite de l'expansion économique et à un renforcement progressif des tensions inflationnistes dans la zone euro et ce, en dépit d'un léger durcissement global des conditions de financement depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, qui s'explique essentiellement par un recul de la valeur des actions. L'euro s'est légèrement déprécié par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux, tandis que les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro se sont un peu accrus. La hausse des taux d'intérêt et le recul des valorisations boursières américaines qui y est lié ont également pesé sur les prix des actions dans la zone euro, les valeurs bancaires étant particulièrement affectées. Dans ce contexte, il a été noté que les valorisations boursières demeurent généralement élevées, notamment aux États-Unis, comme le montre, par exemple, le niveau des ratios prix/bénéfices corrigés du cycle. Il a été observé que les écarts de rendement des obligations souveraines dans un grand pays de la zone euro s'étaient accrus. La contagion à d'autres compartiments des marchés financiers et à d'autres marchés obligataires souverains est jusqu'à présent restée limitée.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait qu'il demeurerait essentiel de faire preuve de patience, de prudence et de persévérance en matière de politique monétaire,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

conformément aux propositions présentées par M. Praet dans son introduction. Le maintien de l'orientation actuelle de la politique monétaire conformément aux décisions prises lors des précédentes réunions a été jugé cohérent avec l'approche de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs, fondée sur les données et axée sur le moyen terme. La continuité et la constance en matière de politique monétaire sont particulièrement nécessaires dans un environnement encore soumis à de nombreuses incertitudes et fragilités. Dès lors, le Conseil des gouverneurs a réitéré qu'il prévoyait, si les données lui parvenant confirment les perspectives d'inflation à moyen terme de la BCE, que les achats nets d'actifs se termineraient fin décembre 2018, et a réaffirmé tous les éléments de la *forward guidance* concernant les taux directeurs de la BCE et les réinvestissements réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP).

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que l'orientation globale de la politique monétaire demeure très expansionniste et le restera même après la fin des achats nets d'actifs. Si le montant mensuel des achats nets a été réduit, il a été jugé important de souligner que le bilan de la BCE continue de croître et de participer au soutien monétaire, mais à un rythme plus lent. Dans ce contexte, il a également été souligné que, même après l'arrêt des achats nets, un soutien monétaire important sera toujours en vigueur, notamment en raison du stock d'actifs figurant au bilan de la BCE et des réinvestissements associés, ainsi que des indications sur la trajectoire future des taux directeurs. Il a également été estimé que le degré très élevé de soutien monétaire se reflétait dans différentes mesures de l'orientation de politique monétaire, comme les taux d'intérêts réels, qui, sur la partie courte de la courbe, continuent de se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les éléments proposés par M. Praet dans son introduction. En particulier, il a été jugé approprié de continuer à faire preuve de constance en matière de communication, et ce, également, compte tenu des incertitudes actuelles et dans la droite ligne des décisions et de la communication adoptées précédemment par le Conseil des gouverneurs. Dès lors, il convient de souligner que les données disponibles, quoique légèrement en retrait par rapport aux anticipations, restent globalement compatibles avec une poursuite de la croissance généralisée de l'économie de la zone euro et une hausse progressive des tensions inflationnistes. Il est tout aussi important de souligner que les risques qui entourent les perspectives de croissance de la zone euro peuvent toujours être considérés comme globalement équilibrés, conformément aux évaluations précédentes, mais que les risques liés au protectionnisme, aux vulnérabilités sur les marchés émergents et à la volatilité des marchés financiers restent importants.

Dans l'ensemble, il est important de montrer que les conditions continuent d'être en place pour une convergence durable de l'inflation vers la cible à moyen terme du Conseil des gouverneurs. En particulier, il convient de souligner que la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro, soutenue par des niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et un accroissement progressif des tensions sur les marchés du travail, ainsi que la hausse des salaires associée, continue d'étayer la confiance du Conseil des gouverneurs dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme, au cours de la période à venir, et même après l'arrêt progressif des achats nets d'actifs.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Compte tenu des incertitudes persistantes et de la hausse seulement graduelle de l'inflation sous-jacente, un large consensus s'est également dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité de rester prudent, patient et persévérant en matière de politique monétaire. Dès lors, il est impératif de réaffirmer qu'un soutien monétaire important reste nécessaire pour permettre la poursuite d'une convergence durable de l'inflation. Dans le même temps, il faut souligner que la politique monétaire demeure sur une trajectoire stable, conforme aux anticipations actuelles des marchés et en totale adéquation avec les décisions prises lors des précédentes réunions du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il convient de rappeler que, même lorsque les achats nets seront arrivés à leur terme, la politique monétaire demeurera très accommodante. Un degré élevé de soutien monétaire continuera d'être apporté par le volume considérable de titres acquis et les réinvestissements associés ainsi que par les indications renforcées du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE. En outre, il a généralement été considéré comme prudent de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation 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 demeureraient inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %.

Le Conseil des gouverneurs continuera de procéder à des achats nets dans le cadre de l'APP au nouveau rythme mensuel de 15 milliards d'euros jusque fin décembre 2018. Il prévoit que, si les données lui parvenant confirment les perspectives d'inflation à moyen terme, les achats nets arriveront alors à leur terme. Le Conseil des gouverneurs entend procéder au 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

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is181025.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181025.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 24-25 octobre 2018

Membres

M. Draghi, président
M. de Guindos, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
Mme Georghadji *
M. Hansson
M. Hernández de Cos *
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Makúch
M. Nowotny
M. Praet
M. Rehn
M. Reinesch
M. Smets
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas *
M. Vella
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Weidmann

* Membres ne disposant pas de droit de vote en octobre 2018 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président de la Commission **
M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Arce
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
M. Dolenc
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kattai
M. Kuodis
M. Lünemann
M. Mooslechner
M. Ódor
M. Phelan
Mme Razmusa, remplaçante de M. Rimšēvičs *
M. Rutkaste
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. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques
M. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 10 janvier 2019.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.