



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

24 mai 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 25 et le jeudi 26 avril 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 évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, les 7 et 8 mars 2018.

S'agissant des évolutions récentes sur les marchés obligataires, la diminution progressive du rendement de l'emprunt public allemand à dix ans, qui a débuté mi-février, a poussé les rendements à la baisse, vers des niveaux proches de ceux observés sur la majeure partie de 2017. Au cours de la semaine précédant la présente réunion, cette tendance à la baisse s'est partiellement inversée. Cependant, les rendements demeuraient encore nettement inférieurs aux niveaux constatés plus tôt en 2018. En revanche, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a résisté à la pression globalement baissière, se rapprochant des 3 % pour la première fois en plus de quatre ans. En conséquence, l'écart de rendement entre le *Bund* allemand à dix ans et les bons du Trésor américain a atteint son niveau le plus élevé depuis la fin des années 1980.

Les deux composantes des rendements à long terme (la prime de terme et les taux à court terme moyens anticipés) ont contribué à cette évolution. Une décomposition fondée sur un modèle suggère que la baisse des taux à long terme jusqu'à la semaine précédant la présente réunion peut être attribuée à une diminution de la prime de terme des deux côtés de l'Atlantique. Toutefois, si la composante « anticipations » des rendements allemands est demeurée relativement stable, la trajectoire attendue des taux à court terme futurs aux États-Unis a, quant à elle, enregistré une hausse continue. Cette évolution a contribué à compenser la baisse initiale de la prime de terme aux États-Unis, suggérant que les investisseurs conservent une vision favorable des perspectives pour l'économie américaine.

S'agissant des causes de la diminution de la prime de terme aux États-Unis comme dans la zone euro, évolution qui ne s'est interrompue que récemment, on a pu distinguer deux grands facteurs. Le premier est lié à des données disponibles plus faibles qu'attendu, en particulier dans la zone euro. Le second reflète probablement des préoccupations mondiales concernant l'environnement géopolitique actuel.

L'accentuation de l'incertitude à l'échelle mondiale, ainsi que les données économiques récentes moins bonnes qu'attendu, ont également contribué aux anticipations d'un premier relèvement des taux intervenant ultérieurement dans la zone euro. D'après la courbe des taux anticipés de l'Eonia, les prix intègrent désormais un relèvement de 10 points de base des taux vers juin 2019. Cette anticipation est conforme aux résultats des enquêtes sur les anticipations des marchés concernant la politique monétaire de la zone euro, qui indiquent la conviction croissante des intervenants de marché qu'un relèvement des taux interviendra au deuxième trimestre 2019.

S'agissant des évolutions sur les marchés boursiers, les actions ont bénéficié, dans l'ensemble, de la modification des anticipations relatives à la politique monétaire et de la baisse des rendements à long terme. L'indice EuroStoxx 50 a augmenté de 3 % environ depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars. Le tableau est un peu différent aux États-Unis, où l'indice Standard & Poor's 500 a diminué de 2 % environ au cours de la même période, et dans les pays émergents, où les marchés boursiers ont également enregistré une baisse.

Sur les marchés des changes, la volatilité est restée proche de niveaux historiquement bas. Pour certains intervenants de marché, des facteurs techniques ont contribué à la stabilisation globale du dollar, en particulier le coût de la couverture. M. Cœuré a souligné que la stabilité des taux de change suggérait également que les investisseurs n'ont pas modifié de manière significative leurs opinions concernant les perspectives pour la zone euro et les États-Unis.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, l'activité économique mondiale est demeurée soutenue, en dépit d'indicateurs récents signalant un ralentissement de la dynamique au cours des deux derniers mois. En mars, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a diminué, demeurant proche cependant de sa moyenne de long terme. En revanche, les indicateurs de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise ont affiché une bonne tenue en février. Les conditions financières sont demeurées favorables à l'échelle mondiale, soutenues par des politiques monétaires accommodantes. Les indicateurs sur le commerce mondial sont contrastés, signalant globalement un ralentissement au premier trimestre de cette année.

La dynamique de l'inflation est restée modérée, tout comme les tensions sous-jacentes sur les prix. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est demeurée stable en février, tandis que l'inflation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement redressée. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars, les prix du *Brent* ont fortement augmenté, s'établissant à 73,5 dollars le baril le 24 avril 2018, soit leur niveau le plus élevé depuis fin novembre 2014. Au cours de la même période, l'euro est demeuré globalement stable par rapport au dollar et également en termes effectifs nominaux.

S'agissant de l'économie de la zone euro, la croissance du PIB est demeurée robuste au quatrième trimestre 2017. Selon la troisième estimation d'Eurostat pour le trimestre, la croissance du PIB est ressortie à 0,7 % en rythme trimestriel, soit une hausse du PIB de presque cinq années consécutives. Toutefois, les informations disponibles récentes ont surpris d'une manière générale par leur orientation à la baisse, indiquant une modération après plusieurs trimestres de croissance plus élevée que prévu. Les enquêtes ont fait ressortir

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

une détérioration généralisée de la confiance au premier trimestre 2018 dans la plupart des secteurs et des pays. Dans le même temps, les indicateurs de confiance demeurent élevés et bien supérieurs à leurs moyennes historiques.

Dans l'ensemble, bien que les données d'enquêtes disponibles semblent indiquer un ralentissement de la croissance à court terme, les données demeurent cohérentes avec une expansion robuste et généralisée à l'ensemble des secteurs et des pays. Le ralentissement reflète en partie un recul par rapport au rythme de croissance élevé observé fin 2017, mais des facteurs temporaires et des contraintes d'offre dans certains secteurs dans plusieurs pays y ont probablement aussi contribué. Les inquiétudes concernant le protectionnisme commercial ont également pu détériorer la confiance et les anticipations des chefs d'entreprise. La vigueur sous-jacente de la croissance a continué d'être soutenue par des conditions de financement favorables, un marché du travail robuste et une croissance régulière des revenus et des bénéfices.

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, ont été globalement conformes aux projections macroéconomiques de mars 2018 établies par les services de la BCE.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro est ressortie à 1,3 % en mars 2018, contre 1,1 % en février. Cette hausse reflète essentiellement une augmentation des prix des produits alimentaires, qui a continué de résulter d'effets de base. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est ressortie à 1,0 % en mars, sans changement par rapport à février et à janvier mais en légère hausse par rapport à décembre 2017 (0,9 %). Les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable. Cependant, les tensions le long de la chaîne des prix sont restées modérées, ne montrant encore aucun signe évident d'impact de l'appréciation de l'euro en aval de la chaîne. Les évolutions récentes de la croissance des salaires ont fait apparaître une tendance à la hausse modérée.

Les résultats de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2018 indiquent de légères révisions à la baisse des anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH pour 2019 et 2020. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées globalement inchangées, à 1,9 % en moyenne. Les anticipations relatives à l'inflation hors produits alimentaires et énergie sont demeurées inchangées sur l'ensemble de l'horizon. De même, les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont restées globalement inchangées.

Par rapport aux prévisions établies par les autres institutions publiques et privées, qui sont devenues disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début mars, la prévision d'inflation ressortant des projections de mars des services de la BCE se situe dans la partie basse pour 2018 et 2019, mais nettement à l'intérieur de la fourchette pour 2020.

Les conditions financières sont restées accommodantes en dépit des incertitudes géopolitiques. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars, la courbe des taux anticipés de l'Eonia

s'est aplatie. Les taux à long terme étaient un peu moins élevés qu'en mars, en dépit d'une hausse très récente, et les anticipations d'inflation sont demeurées globalement inchangées. Les actions ont continué de bénéficier de prévisions de bénéfices solides. Le coût total du financement des entreprises de la zone euro a légèrement diminué depuis la réunion de politique monétaire en mars.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 s'est ralenti en février 2018 pour ressortir à 4,2 %, demeurant cependant proche de la fourchette étroite de 4,5-5,5 % observée depuis mi-2015. Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé est globalement demeuré sur une trajectoire d'expansion modérée. Les évolutions du crédit ont continué d'être soutenues par le bas niveau des taux débiteurs bancaires appliqués aux sociétés non financières (SNF) et aux ménages et par des perspectives économiques favorables. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro pour le premier trimestre 2018, les critères d'octroi se sont nettement assouplis pour les prêts aux entreprises et pour les prêts au logement consentis aux ménages. Dans le même temps, la demande de prêts a continué d'augmenter pour toutes les catégories.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a rappelé que les conditions financières sont restées globalement stables à des niveaux accommodants, dans un contexte d'incertitudes accrues liées aux perspectives des relations commerciales internationales, et que les conditions d'emprunt sont demeurées très favorables.

Les informations disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars indiquent une certaine modération du rythme de la croissance économique, qui reflète en partie un recul par rapport aux taux de croissance élevés observés fin 2017. Il est possible que des facteurs temporaires aient également joué un rôle. Il est donc important de surveiller dans quelle mesure ces évolutions reflètent également un fléchissement plus prolongé de la demande.

Dans l'ensemble, la croissance peut toujours être considérée comme restant solide et généralisée. Les risques pesant sur la croissance sont demeurés globalement équilibrés, mais les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués.

Les mesures de l'inflation sous-jacente affichent un profil d'évolution relativement stable depuis la réunion de mars et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable. Dans le même temps, les salaires continuent de s'inscrire en hausse et devraient favoriser les tensions sur les prix.

Dans l'ensemble, la vigueur sous-jacente de l'activité de la zone euro continue d'étayer la confiance en une convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs à moyen terme. Cependant, la convergence de l'inflation ne devrait se faire que progressivement, demeurant tributaire d'une orientation extrêmement accommodante de la politique monétaire.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Sur la base de cette évaluation, M. Praet a proposé, à ce stade, de maintenir la politique monétaire inchangée et de confirmer une nouvelle fois tous les éléments constitutifs de la *forward guidance* de la BCE, y compris l'enchaînement des séquences.

En ce qui concerne la communication, il a été jugé important de souligner que, malgré une certaine modération du rythme de la croissance, les indicateurs économiques sont demeurés compatibles avec une expansion robuste et généralisée de l'économie dans la zone euro. En outre, il est nécessaire de souligner que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro demeurent globalement équilibrés, mais que les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs a pu souligner que la vigueur sous-jacente de l'activité de la zone euro continuait d'étayer la confiance en une convergence de l'inflation vers son objectif à moyen terme, tout en réaffirmant l'importance de la prudence, de la patience et de la persévérance dans sa politique monétaire pour renforcer les tensions inflationnistes.

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 exprimé leur accord avec 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 indiquent une certaine modération du rythme de la croissance depuis le début de l'année, mais sont considérés jusqu'ici comme demeurant compatibles avec une expansion robuste et généralisée, soutenue par des conditions de financement très favorables. Il a été souligné que cette modération de la croissance s'était produite après une période de croissance très forte au cours de laquelle les données disponibles avaient surpris favorablement. Cette modération peut donc traduire en partie une normalisation attendue à partir des taux de croissance exceptionnellement élevés de l'année dernière, tandis que des facteurs temporaires inattendus ont peut-être également joué un rôle. Par conséquent, la dynamique de fond de la croissance est considérée dans l'ensemble comme demeurant intacte. Dans le même temps, le sentiment s'est imposé que l'incertitude entourant les perspectives s'était accrue, et la prudence est considérée comme justifiée pour interpréter les évolutions récentes, d'autant que la modération de la croissance s'est avérée généralisée à l'ensemble des pays et des secteurs. Un affaiblissement plus marqué de la demande, lié notamment aux facteurs externes, ne peut donc pas être exclu. Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives de croissance économique ont été jugés comme restant globalement équilibrés, en dépit de l'importance accrue des risques à la baisse liés à la menace du protectionnisme.

S'agissant des perspectives relatives à l'environnement extérieur, l'activité économique mondiale est perçue comme restant vigoureuse, bien que des indicateurs récents suggèrent un léger ralentissement de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

dynamique au cours des derniers mois. Le scénario d'une expansion économique soutenue au niveau mondial a été conforté par les dernières projections du FMI pour la croissance du PIB mondial en volume. Dans ce contexte, il a été remarqué que l'impact de la relance budgétaire aux États-Unis est resté un facteur essentiel dans les perspectives d'activité mondiale. Dans l'ensemble, la balance des risques pesant sur les perspectives de l'activité mondiale est considérée comme demeurant orientée à la baisse, en raison notamment d'un risque plus important d'augmentation des tensions commerciales et des conséquences incertaines de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Les membres du Conseil se sont accordés sur l'importance des risques extérieurs sur les perspectives économiques de la zone euro. En particulier, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que les conflits commerciaux pourraient non seulement avoir une incidence négative sur l'activité des pays concernés *via* une réduction des échanges, mais qu'ils pourraient entraîner des effets plus importants en raison d'une hausse de l'incertitude et d'une baisse de la confiance. Une part de cette incertitude est liée aux décisions à venir sur les politiques commerciales. Il a également été noté que l'instabilité des relations commerciales pourrait donner lieu à des mouvements désordonnés des taux de change et à une volatilité accrue des marchés financiers.

L'impact du protectionnisme et des éventuelles mesures de rétorsion sur la croissance économique dans le monde et dans la zone euro pourrait avoir des effets variables, limités ou plus substantiels, selon l'ampleur des droits de douane imposés, la redirection des flux commerciaux et la relocalisation de la production en réponse à ces mesures. Il a également été fait référence aux éléments qui suggèrent des effets quantitatifs importants, résultant de l'incertitude associée aux tensions prolongées dans les relations commerciales. Il est possible que certaines économies de la zone euro aient observé ces effets au cours des derniers mois, sous la forme d'un affaiblissement des commandes à l'exportation par exemple.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres du Conseil ont examiné plus en détail la modération de la croissance économique en début d'année, suggérée par les données solides et les indicateurs tirés d'enquêtes les plus récents. Il a été noté que le PIB en volume de la zone euro avait précédemment augmenté à un rythme soutenu, soit 0,7 % en glissement trimestriel au troisième comme au quatrième trimestre 2017, bien au-dessus des estimations actuelles de la croissance potentielle.

Les membres du Conseil sont tombés d'accord sur le fait que la dynamique de fond de la croissance dans la zone euro et dans ses principales économies était restée globalement intacte, et ont exprimé leur confiance dans la poursuite de l'expansion à un rythme vigoureux. Il a été observé que, même si les données solides et les indicateurs tirés d'enquêtes avaient connu une baisse assez généralisée à la fois dans les pays de la zone euro et dans les secteurs économiques depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars, les indicateurs restaient à des niveaux élevés et étaient encore nettement supérieurs à leurs moyennes historiques de long terme.

En échangeant leurs points de vue quant à l'interprétation des données disponibles, les membres du Conseil ont partagé leurs informations sur les évolutions récentes de leurs économies nationales respectives et ont cherché à fournir une évaluation des facteurs à l'origine des signes du recul de l'activité. Plusieurs raisons de

nature temporaire pourraient expliquer en partie une modération plus forte que prévu. Pour de nombreuses économies, il a été fait référence à l'impact possible des conditions météorologiques observées plus tôt dans l'année, qui ont provoqué une perte de valeur ajoutée dans certains secteurs de l'économie, comme la construction ou le commerce de détail, mais qui ont pu également entraîner des gains dans d'autres secteurs, comme ceux liés à l'énergie. D'autres facteurs temporaires concernaient les grèves affectant certains secteurs de l'économie et la vague de grippe saisonnière d'une gravité inhabituelle dans certains pays.

Pour la zone euro dans son ensemble, il a été souligné que les signes d'une modération de la croissance économique en début d'année ne modifiaient pas le scénario relatif au rythme sous-jacent d'expansion. Dans certaines parties de la zone euro et dans certains secteurs, la modération de la croissance peut être attribuée aux contraintes de capacité qui deviennent de plus en plus fortes. Cette évolution est considérée comme conforme aux données d'enquêtes présentées par M. Praet dans son introduction, qui font état d'une augmentation des pénuries de main-d'œuvre, des délais de livraison des fournisseurs et des commandes en attente. Il a été indiqué qu'en l'absence de contraintes d'offre, il y aurait une réponse élastique de la production aux variations de la demande mais, les contraintes de capacité étant atteintes, on pouvait s'attendre à un ralentissement de la croissance de l'activité et donc à un regain de tensions sur les prix. Cependant, il a également été avancé qu'il existait des signes d'un essoufflement de la demande, qu'il était nécessaire de surveiller.

Dans ce contexte, il a été rappelé que, si le sens de l'évolution des mesures des capacités inutilisées est clair, la mesure du niveau de l'écart de production est entourée d'une grande incertitude, comme cela a déjà été indiqué par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de politique monétaire de mars.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, pour les prochains mois, la dynamique de fond de la croissance économique restait globalement intacte. Cela étant, l'incertitude entourant les perspectives s'est nettement accrue et une analyse approfondie des données publiées avant la réunion de politique monétaire de juin sera nécessaire afin de mieux comprendre les origines de la récente modération du rythme de la croissance. À cet égard, il a aussi été jugé important de mieux cerner les raisons du caractère particulièrement synchronisé du ralentissement des indicateurs, qui pourrait être le signe d'un affaiblissement plus général de la demande. La nécessité de suivre attentivement les données disponibles et de les analyser a été soulignée. Plus généralement, il est impératif de distinguer les incidences temporaires des incidences potentiellement plus durables et de déterminer dans quelle mesure elles reflètent une atténuation de la demande et non l'émergence de contraintes d'offre. Cette dernière distinction a été jugée particulièrement pertinente, les contraintes d'offre ayant des effets inverses sur les tensions inflationnistes.

Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme restant globalement équilibrés. Dans le même temps, les risques à la baisse liés à des facteurs mondiaux sont devenus plus importants. L'existence d'un risque de politique budgétaire plus expansionniste et procyclique a également été soulignée.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est accélérée, s'établissant à 1,3 % en mars 2018, contre 1,1 % en février. Cette évolution s'explique essentiellement par une augmentation des prix des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, les taux annuels de l'inflation totale devraient fluctuer autour de 1,5 % jusqu'à la fin de l'année. Il a été noté que la hausse des prix de l'énergie soutenait actuellement les perspectives de l'inflation totale, alors que les dernières données relatives à la hausse des prix des produits manufacturés hors énergie avaient été décevantes, reflétant peut-être aussi la répercussion différée de l'appréciation antérieure de l'euro. Au total, le scénario de l'inflation n'a pas été sensiblement modifié. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente dans la zone euro sont restées modérées et ont affiché un profil d'évolution relativement stable depuis la réunion de politique monétaire de mars.

Les membres du Conseil ont observé, dans plusieurs pays de la zone euro, des signes indiquant que la dynamique des salaires a continué de s'accélérer progressivement et devrait ainsi, au fil du temps, contribuer à l'augmentation attendue de l'inflation. Il a été noté que, dans certains cas, cela pouvait refléter non seulement une réduction des réserves de main-d'œuvre excédentaires sur le marché du travail et une hausse de la productivité, mais également un plus grand rôle de la composante anticipations d'inflation dans les accords salariaux. Dans le même temps, les données relatives à certaines économies de la zone euro suggèrent une dynamique plus forte des coûts de main-d'œuvre des travailleurs indépendants, comme le montrent les prix qu'ils ont facturés pour leurs services. Il a également été fait référence à l'émergence de signes de pénuries de main-d'œuvre et de contraintes de capacité dans un certain nombre de pays et de secteurs de l'économie dans la zone euro, qui pourraient entraîner, à terme, un dynamisme accru des salaires et des prix. Cela étant, il a été rappelé que le degré de répercussion des tensions salariales sur les prix est demeuré incertain et que la capacité des entreprises à absorber la hausse des coûts en réduisant leurs marges bénéficiaires, et plus généralement le comportement des marges, méritent une analyse plus approfondie.

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 sont demeurées globalement stables. Les anticipations d'inflation à cinq ans ressortant de l'EPP pour le deuxième trimestre 2018 sont restées inchangées à 1,9 %. Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, telles que mesurées par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, sont ressorties à 1,70 %, niveau identique à celui observé lors de la réunion de politique monétaire de mars.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. L'expansion de la monnaie au sens large (M3) s'est maintenue à un rythme vigoureux, même si elle est revenue légèrement au-dessous de la fourchette observée depuis mi-2015. Le léger ralentissement du rythme de croissance de M3 a été considéré comme étant principalement le reflet d'une diminution de la contribution des créances sur les administrations publiques dans un contexte de réduction des volumes des achats mensuels par l'Eurosystème au titre du programme d'achats d'actifs (APP).

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Le redressement progressif de la croissance des prêts des IFM au secteur privé constaté depuis début 2014 s'est poursuivi. La croissance des prêts aux SNF, en particulier, a continué d'être soutenue par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées, la période de référence pour la deuxième série s'étant achevée en janvier. Il a également été fait référence à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2018, qui a fait état d'une augmentation de la demande pour toutes les catégories de prêts et d'un nouvel assouplissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement. Dans ce contexte, il a été observé que le canal de la prise de risque a favorisé l'efficacité de la politique monétaire en encourageant l'octroi de crédits bancaires à l'économie et il a été réaffirmé que, dans une perspective prudentielle, l'impact des conditions de crédit très souples et du bas niveau des taux des crédits bancaires nécessitent un suivi attentif. Il a été observé que les risques potentiels pesant sur la stabilité financière devaient être traités par des mesures macroprudentielles, comme cela a déjà été proposé ou mis en œuvre dans certaines juridictions.

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. Les informations devenues disponibles récemment indiquent une certaine modération de l'activité mais vont jusqu'à présent dans le sens d'une expansion robuste et généralisée de l'économie de la zone euro. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro continue de conforter la confiance du Conseil des gouverneurs en une convergence progressive vers son objectif d'inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, les mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées et doivent encore montrer des signes convaincants de remontée durable. Pour renforcer les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir la trajectoire de l'inflation à moyen terme, il demeure essentiel de faire preuve de patience, de persévérance et de prudence en matière de politique monétaire.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les conditions financières continuent d'être globalement très accommodantes, malgré une incertitude et une volatilité accrues sur certains marchés. Une observation a été formulée selon laquelle les anticipations tirées d'enquêtes et celles des analystes relatives aux achats nets au titre de l'APP demeurent inchangées, les intervenants de marché continuant d'anticiper un arrêt des achats nets vers fin 2018. Dans l'ensemble, les effets des mesures de politique monétaire de la BCE continuent d'apporter un soutien significatif aux conditions d'emprunt des entreprises et des ménages.

S'agissant des progrès sur la voie d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, les informations disponibles ont apporté dans l'ensemble peu de changements à l'évaluation réalisée lors de la précédente réunion. L'inflation totale s'est établie à un niveau légèrement supérieur à son point bas enregistré récemment mais demeure assez éloignée de l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les tensions inflationnistes sont restées modérées et les mesures de l'inflation sous-jacente ont affiché un profil d'évolution relativement stable.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Malgré la modération de l'activité qui a été observée, la confiance dans la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro et dans la convergence finale de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs demeure inchangée. Si les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées, des signes encourageants de renforcement de la croissance des salaires nominaux et l'ancrage continu des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux compatibles avec l'objectif du Conseil des gouverneurs ont constitué des éléments rassurants. Dans ce contexte, une observation a été formulée selon laquelle la courbe de Phillips pourrait être une relation non linéaire, ce qui pourrait favoriser un rebond plus rapide de l'inflation lié au renforcement des contraintes de capacité. Dans le même temps, il a été largement souligné que l'incertitude entourant les perspectives économiques s'est accrue depuis la réunion de politique monétaire du mois de mars. En particulier, les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués et ont nécessité un suivi en raison de leurs incidences sur les perspectives de croissance et de prix à moyen terme. Les projections des services de l'Eurosystème de juin 2018 fourniront la prochaine occasion de réaliser une évaluation plus complète des progrès de l'inflation.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire restait nécessaire pour accompagner l'expansion économique et assurer la convergence graduelle de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Les incertitudes résiduelles et les tensions inflationnistes sous-jacentes toujours modérées continuent d'inviter à la prudence et soulignent la nécessité de maintenir la patience, la persévérance et la prudence en matière de politique monétaire.

Dans l'ensemble, s'il a été avancé que les critères du Conseil des gouverneurs permettant de définir un ajustement durable de l'évolution de l'inflation pouvaient être considérés comme pratiquement remplis à moyen terme, un large consensus s'est toutefois dégagé sur le fait que les éléments allant dans ce sens demeurent insuffisants à ce stade.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait que le maintien du cap de la politique monétaire était justifié au stade actuel, conformément aux éléments présentés par M. Praet dans son introduction. Il convient par conséquent de maintenir l'orientation actuelle de la politique monétaire pour l'ensemble des instruments d'intervention, ce qui implique de confirmer une nouvelle fois les décisions prises lors de la réunion de politique monétaire d'octobre 2017 concernant les achats nets d'actifs et les réinvestissements, les taux directeurs de la BCE ainsi que les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur ces mesures (*forward guidance*), dont le séquençage des différents instruments de politique monétaire.

Pour l'avenir, un consensus s'est dégagé sur le fait que les achats nets d'actifs continueraient d'être guidés par l'évaluation que fera le Conseil des gouverneurs des progrès accomplis sur la voie d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conformément aux trois critères que sont la convergence, la confiance et la résilience.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

En ce qui concerne la communication, la constance a été jugée importante et les membres du Conseil se sont largement accordés sur les éléments de communication présentés par M. Praet dans son introduction. Cela suppose de souligner qu'il est nécessaire de faire preuve de prudence, de patience et de persévérance dans la mise en œuvre de la politique monétaire pour que les tensions inflationnistes se renforcent et remplissent l'engagement du Conseil des gouverneurs d'assurer un retour durable des taux d'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Malgré une certaine modération du rythme de la croissance, les indicateurs économiques sont jusqu'ici demeurés compatibles avec une expansion robuste et généralisée de l'économie dans la zone euro. La vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro continue d'étayer la confiance du Conseil des gouverneurs en une convergence de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Dans le même temps, alors que les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont demeurés globalement équilibrés, il a été admis que les risques liés à des facteurs mondiaux, notamment la menace d'un protectionnisme accru, sont devenus plus marqués et nécessitent un suivi en raison de leurs incidences possibles sur les perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme.

Il a été réaffirmé que, au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs, le soutien monétaire toujours nécessaire à la convergence de l'inflation vers son objectif sera apporté par le stock de titres acquis, par la poursuite des réinvestissements durant une période prolongée et par le maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels bien au-delà de la fin des achats nets d'actifs. Enfin, comme à de précédentes occasions, des arguments ont continué d'être avancés en faveur d'efforts de réforme substantiels par les gouvernements de la zone euro, afin de renforcer la croissance potentielle à plus long terme de l'économie de la zone euro, d'accroître sa résistance et de réduire les vulnérabilités. Il a été affirmé que les réformes structurelles dans les pays de la zone euro doivent être nettement accélérées, notamment s'agissant de l'éducation et de la formation et ce, en vue de réduire l'inadéquation des qualifications sur les marchés du travail et d'améliorer la productivité. Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité de renforcer les appels au respect des règles budgétaires existantes et à la reconstitution des réserves budgétaires, en particulier pour les États membres dont la dette publique est élevée. De plus, l'achèvement rapide et effectif de l'union bancaire et de l'union des marchés de capitaux a de nouveau été préconisé.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels pendant 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 rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

jusque fin septembre 2018 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. L'Eurosystème procédera 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 de ses achats nets d'actifs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Cela contribuera à assurer à la fois des conditions de liquidité favorables et une orientation appropriée de la politique monétaire.

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

Déclaration introductive

<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2018/html/ecb.is180426.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180426.fr.html>

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 25-26 avril 2018

Membres

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

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

Autres participants

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Bradeško
Mme Buch

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

M. Demarco
M. Dolenc, remplaçant de M. Jazbec
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Hernández de Cos
M. Kaasik, remplaçant de M. Hansson
M. Kuodis
M. Ódor
M. Pattipeilohy
M. Randveer
Mme Razmusa
Mme Ritzberger-Grünwald
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Stavrou, remplaçant de Mme Georghadji
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. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques, DG Questions économiques
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire, DG Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 12 juillet 2018.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi