



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

17 août 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 19 et le jeudi 20 juillet 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.

Lors de sa précédente réunion de politique monétaire des 7 et 8 juin, le Conseil des gouverneurs avait été confronté à une situation sur les marchés financiers caractérisée par des cours boursiers en hausse et des rendements obligataires en baisse. Depuis, les valorisations relatives de ces différents actifs ont subi une correction et semblent avoir convergé favorablement, indiquant une confiance accrue sur les différents compartiments de marché s'agissant des perspectives économiques.

Sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, les rendements des emprunts publics quasi sans risque ont augmenté sensiblement après le Forum de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra du 26 au 28 juin. Cet ajustement est intervenu à partir de niveaux de rendement très faibles. Par exemple, avant le 26 juin, les rendements des emprunts publics allemands à dix ans se situaient à 25 points de base environ, soit légèrement en deçà du rendement moyen observé jusque-là en 2017 et nettement au-dessous des niveaux enregistrés plus tôt dans l'année.

De plus, malgré le récent mouvement de hausse sur la partie longue de la courbe des rendements de l'emprunt public allemand, la courbe est restée plus plate que lors du pic observé en mars 2017, une augmentation des rendements à court terme ayant également été enregistrée. Début mars 2017, les rendements à deux ans avaient temporairement atteint des niveaux proches de - 100 points de base ; ils se situent désormais autour de - 60 points de base. Cette évolution a probablement reflété l'atténuation de l'incertitude politique et l'interruption progressive associée des mouvements de report vers les valeurs refuge sur le marché des emprunts publics allemand.

La forme globale et l'emplacement de la courbe des rendements quasi sans risque pour la zone euro ont par conséquent évolué dans une direction correspondant plus étroitement à l'évaluation par les marchés des perspectives économiques. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen et long terme sont demeurées stables au cours des semaines précédentes, en dépit d'une baisse des prix du pétrole. Cela signifie que les variations des rendements obligataires nominaux ont largement reflété les variations des rendements réels, ce qui peut également être considéré comme cohérent avec l'amélioration de la croissance et, au bout du compte, avec les perspectives d'inflation.

Les écarts de rendement souverains dans la zone euro ont continué de résister à la variation récente des rendements des emprunts publics allemands. Les écarts de rendement pour les sociétés non financières (SNF) et les banques ont atteint leurs plus bas niveaux depuis plus de deux ans et ont enregistré une baisse comprise entre 60 et 70 points de base environ depuis l'annonce du programme d'achats de titres du secteur des entreprises en mars 2016. Les évolutions observées sur les marchés des obligations

souveraines et du crédit signifient que les marchés ont revu principalement leurs opinions concernant les taux sans risque à long terme.

Les marchés boursiers sont également restés dynamiques depuis le début de l'année, et aussi plus récemment, malgré la hausse des taux sans risque. L'indice FTSE Global All-Cap a progressé de presque 2 % depuis fin juin. Les valeurs bancaires ont affiché des performances supérieures à celles des autres secteurs au cours des dernières semaines, la pentification de la courbe des rendements étant considérée comme positive pour les bénéfices des banques.

Sur les marchés des changes, les évolutions des dernières semaines ont poursuivi la tendance amorcée au début de l'année et abouti à un retournement des deux facteurs externes qui exerçaient auparavant des pressions à la baisse sur l'euro. L'incertitude politique, qui avait débuté l'été dernier avec le référendum organisé par le Royaume-Uni sur son appartenance à l'UE, est le premier de ces facteurs. Le second facteur est lié aux anticipations des marchés selon lesquelles les taux d'intérêt aux États-Unis devraient être plus élevés qu'ailleurs compte tenu de l'agenda de politique économique de l'administration américaine. Ces deux facteurs sont à présent largement exclus par les marchés, ce qui a ramené l'euro aux niveaux observés avant le référendum au Royaume-Uni. Les investisseurs affichent à présent des positions nettes longues sur l'euro.

La volatilité implicite des différents compartiments de marché a diminué régulièrement au cours des dernières années et se situe actuellement à ses plus bas historiques ou à des niveaux proches. De façon générale, il y a deux explications possibles à cela. L'une est que la faible volatilité a été favorisée par les fondamentaux et par la faible volatilité macroéconomique. L'autre est que cette situation était le signe d'un excès de confiance des marchés, en liaison avec la présence des banques centrales sur les marchés et les évolutions structurelles telles que les nouvelles réglementations. Une faible volatilité présente le risque d'une variation brutale et imprévisible des cours.

### *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.

L'activité mondiale et les échanges commerciaux internationaux ont conservé leur dynamisme, comme le montrent les indicateurs tirés d'enquêtes, tandis que l'inflation mondiale s'est ralentie sous l'effet de l'atténuation des contributions des prix de l'énergie. Dans la zone OCDE, la hausse annuelle des prix à la consommation s'est ralentie, de 2,4 % en avril à 2,1 % en mai, et l'inflation hors produits alimentaires et énergie est revenue de 1,9 % à 1,8 % sur la même période. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 juin, les cours du *Brent* ont baissé de 2,2 % tandis que les prix des matières premières hors pétrole ont augmenté de 4,5 %. Au cours de la même période, l'euro s'est apprécié de 1,7 % en termes effectifs nominaux vis-à-vis des devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro.

Dans la zone euro, l'expansion économique est restée solide et généralisée, tirée essentiellement par la demande intérieure. Selon la deuxième estimation d'Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 0,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2017, après 0,5 % au dernier trimestre 2016. L'emploi a continué de

progresser et le taux de chômage a poursuivi sa baisse, revenant de 9,5 % au premier trimestre 2017 à 9,3 % au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre. La consommation privée a bénéficié de la croissance régulière des revenus et du bas niveau des taux d'intérêt, tandis que l'investissement des entreprises a été favorisé par l'amélioration de la rentabilité des entreprises. La reprise mondiale a soutenu les échanges commerciaux et les exportations.

Pour l'avenir, les indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une poursuite de la croissance économique robuste au deuxième trimestre 2017, comme le montrent les valeurs plus élevées enregistrées pour l'indice composite des directeurs d'achat pour la production et pour l'indicateur du climat économique de la Commission européenne. De la même façon, l'utilisation des capacités de production a augmenté dans le secteur manufacturier, tandis que les entreprises ont de plus en plus mentionné les pénuries de main-d'œuvre et d'équipements comme une contrainte pesant sur la production.

Les dernières prévisions réalisées par d'autres institutions publiques et privées ont été globalement conformes aux projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème.

En ce qui concerne l'évolution des prix, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est revenue à 1,3 % en juin 2017 après 1,4 % en mai, principalement sous l'effet d'un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation s'est établie à 1,1 % en juin, contre 0,9 % en mai et 1,2 % en avril. L'inflation sous-jacente n'a pas encore montré de signes convaincants d'un ajustement durable à la hausse. Les tensions sur les prix sont demeurées fortes en amont de la chaîne de production mais ne se sont pas encore transmises aux prix à la production plus en aval. En outre, les tensions d'origine interne sur les coûts, notamment la croissance des salaires, sont demeurées modérées.

Par rapport aux prévisions établies par d'autres institutions publiques et privées, les projections de juin 2017 des services de l'Eurosystème se situent dans la partie inférieure de la fourchette pour la période allant de 2017 à 2019.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête réalisée en juillet auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le troisième trimestre 2017 a indiqué une légère révision à la baisse de l'inflation totale pour 2017, 2018 et 2019. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché sont restées globalement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 juin.

Les conditions financières sont demeurées globalement favorables, en dépit d'une réévaluation sur les marchés financiers. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le haut, reflétant une amélioration des perspectives macroéconomiques et un ajustement des anticipations relatives à la politique monétaire. De même, les taux à long terme des *swaps* au jour le jour sont désormais proches des niveaux enregistrés vers le début de 2016. La récente remontée est venue s'ajouter à la tendance haussière globale observée depuis l'automne de l'année dernière. L'expansion économique a permis de contenir les *spreads* de crédit pour les entreprises et les emprunteurs souverains, et a continué de soutenir les marchés boursiers *via* des anticipations de bénéfices solides. Dans le même temps, la hausse des rendements obligataires a pesé sur les actions dans la plupart des secteurs, mais la nouvelle configuration de la courbe des rendements a donné une impulsion positive aux cours des actions bancaires.

Selon les estimations, le coût nominal total du financement externe des SNF a légèrement augmenté pour s'établir 35 points de base environ au-dessus du point bas historique enregistré en juillet 2016. La hausse récente s'explique par une augmentation modérée du coût des fonds propres, tandis que le coût de l'endettement est resté globalement inchangé, à un niveau proche des points bas historiques depuis août 2016. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages sont restés bas, indiquant que les banques ont répercuté leurs coûts de financement favorables sous la forme d'une réduction des taux débiteurs.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat large M3 est demeuré globalement inchangé en mai, à 5,0 %, après 4,9 % en avril, la croissance soutenue de M1 étant le principal moteur de cette évolution. L'activité de prêt au secteur privé non financier a poursuivi son redressement progressif en mai, tout en demeurant modeste. Les évolutions du crédit ont continué d'être soutenues par le bas niveau des taux débiteurs bancaires appliqués aux SNF et aux ménages. Selon l'enquête de juillet sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi se sont assouplis pour les prêts aux entreprises et pour les prêts au logement consentis aux ménages. En outre, la demande de prêts a encore augmenté pour l'ensemble des catégories de prêts au deuxième trimestre.

Enfin, l'orientation budgétaire de la zone euro, mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle, devrait rester globalement neutre sur l'horizon de projection allant de 2017 à 2019.

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

En résumé, M. Praet a noté que, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début juin, les conditions financières étaient demeurées à des niveaux encore favorables, malgré une réévaluation sur les marchés financiers. Les conditions d'emprunt sont restées très favorables.

La reprise économique s'est encore accélérée. Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont globalement équilibrés, avec quelques risques à la hausse sur les perspectives à court terme. Les risques à la baisse sont liés essentiellement à des facteurs mondiaux.

Dans le même temps, l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro reste encore modérée. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées faibles et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'un rebond, les tensions d'origine interne sur les coûts, notamment la croissance des salaires, étant restées modérées.

De nouvelles avancées sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs ne pourront s'effectuer que graduellement et continuent de dépendre de l'orientation très accommodante de la politique monétaire. L'expansion économique en cours a accru la confiance dans le renforcement de la dynamique d'inflation au fil du temps.

À ce stade, l'orientation accommodante de la politique monétaire reste indispensable pour que l'inflation converge vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Par conséquent, M. Praet a proposé de maintenir l'orientation de la politique monétaire de la BCE inchangée, en conservant tous les éléments des indications du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs de la BCE et sur ses achats mensuels dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP).

Dans l'ensemble, M. Praet a recommandé que, dans sa communication publique, le Conseil des gouverneurs : a) reconnaisse le renforcement de l'expansion économique et confirme que les risques pesant sur les perspectives de croissance étaient globalement équilibrés ; b) indique que l'expansion économique en cours augmentait la confiance dans une convergence progressive de l'inflation vers son objectif ; et c) souligne que l'orientation très accommodante de la politique monétaire demeurerait indispensable au renforcement progressif des tensions inflationnistes sous-jacentes

## **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 indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une poursuite du raffermissement et de la généralisation de l'expansion économique, soutenue par des conditions de financement très favorables. Au cours des prochains mois, la croissance économique devrait rester robuste, suivant largement la trajectoire décrite dans les projections macroéconomiques de juin 2017 réalisées par les services de l'Eurosystème. Les risques pesant sur les perspectives de croissance ont été jugés comme demeurant globalement équilibrés.

En ce qui concerne les perspectives relatives à la demande extérieure, la reprise économique mondiale a continué de se renforcer. Quelques économies, telles que les États-Unis et le Royaume-Uni, ont récemment connu de mauvaises surprises mais celles-ci ont été généralement compensées par des évolutions économiques plus favorables que prévu dans les économies de marché émergentes, ainsi que dans plusieurs pays voisins de la zone euro. Par conséquent, l'évaluation selon laquelle la demande extérieure continuerait de soutenir l'expansion économique dans la zone euro a été perçue comme demeurant globalement inchangée.

La balance des risques pesant sur la reprise économique mondiale reste orientée à la baisse. Si le risque d'un ralentissement notable de l'activité mondiale et de la croissance des échanges commerciaux, identifié il y a un certain temps, s'est atténué, il subsiste néanmoins des risques à la baisse dans plusieurs économies, liés notamment aux incertitudes relatives aux choix de politique macroéconomique aux États-Unis et aux négociations avec le Royaume-Uni sur sa sortie de l'UE, ainsi qu'aux éventuels ajustements de bilan dans plusieurs économies de marché émergentes.

S'agissant de la zone euro, les indicateurs récents font état de la poursuite d'une croissance robuste. Selon la deuxième estimation d'Eurostat, la croissance trimestrielle du PIB en volume est ressortie à 0,6 % au premier

trimestre 2017, en légère hausse par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2017 établies par les services de l'Eurosystème. Les indicateurs relatifs à la confiance des consommateurs ont continué de s'améliorer, se rapprochant ou dépassant même leurs pics d'avant la crise dans plusieurs pays de la zone euro. Les marchés du travail ont connu une nouvelle amélioration graduelle. Le taux de chômage, bien que toujours élevé et présentant des différences significatives entre les pays, a atteint son point le plus bas depuis mars 2009. Ce recul du taux de chômage est d'autant plus remarquable qu'il s'est accompagné d'une hausse du taux d'activité de la population active.

S'agissant des principales composantes de la demande intérieure, la consommation privée est restée forte, soutenue par de nouvelles créations d'emplois. La reprise de l'investissement a été de plus en plus auto-entretenu et a bénéficié d'effets d'accélération, contrairement à la situation observée un an auparavant, lorsque le climat de l'investissement était encore jugé fragile. Les modalités et conditions favorables attachées aux prêts et l'amélioration des conditions d'octroi du crédit bancaire pour les ménages comme pour les SNF, décrites dans l'enquête de juillet 2017 sur la distribution du crédit bancaire, ont été perçues comme apportant un soutien continu à la fois à la consommation privée et à l'investissement.

Dans l'ensemble, les conditions financières sont restées favorables à l'expansion économique, en dépit d'une détérioration depuis la précédente réunion résultant des réévaluations intervenues dans certains compartiments des marchés financiers, notamment sur les marchés des changes et les marchés obligataires. En ce qui concerne les taux de change, tandis qu'il a été remarqué que l'appréciation de l'euro à ce jour pouvait être considérée en partie comme le reflet de l'évolution des fondamentaux de la zone euro vis-à-vis du reste du monde, des inquiétudes ont été exprimées quant au risque d'une sursuraction du taux de change à l'avenir. Sur les marchés obligataires de la zone euro, il a été observé que, malgré une réévaluation générale dans l'ensemble des juridictions, les écarts de rendement étaient restés modérés, indiquant sans doute une plus forte capacité de résistance de la zone euro, y compris des économies plus vulnérables. Sur les marchés obligataires mondiaux, le récent aplatissement de la courbe des rendements aux États-Unis a contribué à un assouplissement des conditions financières mondiales.

Sur plus longue période, une croissance économique positive a été enregistrée depuis le deuxième trimestre 2013. Les membres du Conseil des gouverneurs ont largement convenu que les mesures de politique monétaire de la BCE avaient contribué de façon significative à l'expansion économique en cours et qu'un rythme de croissance économique soutenu dépendait encore de la persistance de conditions de financement favorables. Cependant, il a également été remarqué que l'expansion était de plus en plus auto-entretenu et dépendait donc dans une moindre mesure de l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire.

Les risques pesant sur les perspectives relatives à l'activité économique sont perçus comme globalement équilibrés, conformément à l'évaluation réalisée lors la précédente réunion de politique monétaire. Des surprises positives pourraient venir de la forte dynamique conjoncturelle, notamment à court terme, et d'une réduction des risques politiques dans plusieurs pays de la zone euro. En outre, le rythme des réformes structurelles s'est accéléré dans quelques pays. Les risques à la baisse ont trait essentiellement aux incertitudes et aux vulnérabilités qui subsistent dans l'environnement extérieur. Certaines préoccupations ont

été exprimées à propos d'une accentuation de ces risques à la baisse, en liaison notamment avec l'incertitude sur la politique économique aux États-Unis et avec les risques de bilan croissants dans certaines économies de marché émergentes.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,3 % en juin 2017, contre 1,4 % en mai et 1,9 % en avril. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent faibles et n'ont pas encore montré de signes convaincants d'un redressement. À l'avenir, l'expansion économique en cours devrait contribuer à une convergence progressive de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Lors de l'analyse des évolutions de l'inflation totale, il a été souligné que le ralentissement de la hausse annuelle de l'IPCH entre avril et juin 2017 s'expliquait largement par les évolutions des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, des prix des produits alimentaires. À court terme, l'inflation totale devrait rester proche des niveaux actuels, bien que légèrement inférieure à ce qui était attendu précédemment, en raison notamment des évolutions récentes des prix du pétrole et des taux de change.

Les anticipations d'inflation sont restées globalement inchangées depuis la précédente réunion de politique monétaire, tant pour les mesures à plus long terme extraites des instruments de marché que pour les mesures tirées d'enquêtes. Il a été fait référence à la mesure de l'EPP relative aux anticipations d'inflation à long terme à l'horizon de cinq ans, qui est restée stable à 1,8 %. Dans l'ensemble, les évolutions récentes ont indiqué que les anticipations d'inflation restaient largement ancrées, malgré un nouvel affaiblissement des prix de l'énergie au comptant.

En ce qui concerne les mesures des tensions inflationnistes sous-jacentes, il a encore été considéré qu'il manquait des signes convaincants d'une convergence soutenue vers des niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation de la BCE. L'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeuré faible. Les évolutions des salaires sont restées modérées, la croissance annuelle de la rémunération par tête revenant de 1,4 % au quatrième trimestre 2016 à 1,2 % au premier trimestre 2017. Dans le même temps, plusieurs mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement augmenté par rapport au second semestre 2016. Cette évolution laisse entrevoir les premiers signes d'une lente reprise de l'inflation à mesure que l'expansion économique s'accélère.

Plusieurs commentaires ont été formulés à propos de l'incohérence persistante entre le renforcement de l'activité économique et la dynamique modérée de l'inflation, qui ne s'observe pas seulement dans la zone euro mais également dans d'autres grandes économies. Il a été fait référence au discours du président lors du Forum de la BCE sur les activités de banque centrale qui s'est tenu à Sintra, dans lequel il a détaillé plusieurs facteurs explicatifs, tels que les chocs extérieurs sur les prix, un marché du travail moins tendu et les retards constatés dans le processus de formation des salaires et des prix. Pour la suite, il a été jugé important de surveiller dans quelle mesure ces facteurs seraient transitoires ou plus permanents. Il est probable qu'un certain nombre de facteurs seront de nature plus structurelle. Il s'agit notamment des modifications apportées aux marchés du travail, aux contrats de travail et aux processus de fixation des salaires, à la faveur des réformes introduites au cours des années précédentes, qui pourraient entraîner une rupture structurelle de la



courbe de Phillips. Dans le même temps, les capacités inutilisées sur le marché du travail sont encore considérables lorsqu'elles sont évaluées sur la base des mesures plus larges du chômage, et une offre importante de travail faiblement qualifié pourrait continuer de peser sur la dynamique des salaires à court terme. La réaction des salaires à l'amélioration des conditions économiques pourrait également se produire avec un certain décalage, en raison de la composante rétrospective de la formation des prix et des salaires et du caractère échelonné de la fixation des salaires. Sur les marchés des biens et des services, le passage au numérique pourrait exercer des pressions à la baisse sur les prix durant une période prolongée. Enfin, le rythme relativement lent du désendettement dans la zone euro pourrait contribuer à retarder l'ajustement des prix.

Différents arguments laissent néanmoins penser que les tensions sur les coûts pourraient s'accroître progressivement avec la poursuite de l'expansion économique. Même si les capacités inutilisées sur le marché du travail sont encore importantes, elles ont clairement suivi une trajectoire décroissante, qui devrait finalement se traduire par une accélération de la croissance des salaires, et les entreprises ont signalé l'apparition d'une pénurie de main-d'œuvre dans plusieurs catégories d'emplois. Par ailleurs, les composantes non salariales des coûts de main-d'œuvre pourraient augmenter en raison d'une réorientation des négociations salariales dans plusieurs pays.

Dans l'ensemble, alors que les membres du Conseil ont considéré que l'expansion économique en cours donne des raisons d'avoir confiance dans le renforcement progressif de la dynamique de l'inflation, ils ont souligné qu'il était nécessaire de faire preuve de patience, de persévérance et de prudence, car ce processus devrait prendre du temps et continue de dépendre de l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

S'agissant de 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 robuste. Comme au cours des mois précédents, la croissance annuelle de M3 a principalement résulté de la croissance de ses composantes les plus liquides, en même temps que la reprise graduelle de la croissance des prêts accordés au secteur privé, observée depuis début 2014, s'est poursuivie.

Le financement de marché et les coûts d'emprunt bancaire pour les entreprises et les ménages sont demeurés très favorables et ont soutenu les flux de crédit dans la zone euro, et les conditions d'octroi des crédits se sont encore assouplies. Il a été fait référence à la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui montre que l'accès des banques au financement de détail et au refinancement interbancaire s'est amélioré au deuxième trimestre 2017. De plus, la croissance des prêts a continué d'être soutenue par une hausse de la demande dans toutes les catégories et par un assouplissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et pour les prêts au logement des ménages. Pour le troisième trimestre 2017, les banques s'attendaient à un nouvel assouplissement net des critères d'octroi pour toutes les catégories de prêts. Ces éléments suggèrent tous que la transmission des mesures de politique monétaire se poursuit, y compris par le biais des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, qui, selon les banques, contribuent toujours à l'assouplissement des modalités et conditions attachées aux prêts.

Dans l'ensemble, les conditions d'octroi des crédits ont continué d'être considérées comme favorables et soutenant l'expansion économique, contribuant ainsi au retour de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Néanmoins, comme à de précédentes occasions, il a été observé qu'en dépit du redressement des concours au secteur privé, la dynamique du crédit restait globalement modeste. À cet égard, il a été noté que la croissance de M3 continuait de dépendre considérablement des mesures de politique monétaire de la BCE, en dépit d'une dynamique monétaire de plus en plus auto-entretenu grâce à la contribution progressivement croissante des concours 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 largement partagé l'évaluation de M. Praet dans son introduction selon laquelle les perspectives de croissance sont devenues plus favorables, améliorant la confiance dans la convergence graduelle de l'inflation vers des niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont réduit de façon significative les coûts de financement, les ramenant à des niveaux historiquement bas dans la zone euro. La transmission des mesures se poursuit et une période prolongée de croissance supérieure à la croissance potentielle entraîne une réduction progressive de l'écart de production et la résorption des capacités inutilisées sur le marché du travail, ce qui favorise une hausse graduelle de l'inflation. Le Conseil des gouverneurs peut donc être convaincu que les mesures de politique monétaire demeurent efficaces. Si un choc positif sur l'offre ou l'héritage de la crise financière ont pu retarder la transmission aux prix de la politique monétaire de la BCE, ces facteurs ont finalement été de nature temporaire.

Dans le même temps, il a été souligné que la dynamique de l'inflation était restée modérée et qu'une forte incertitude continuait de peser sur les perspectives d'inflation et sur la vitesse à laquelle l'inflation convergeait vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Si elles laissent entrevoir les premiers signes d'un redressement, les mesures de l'inflation sous-jacente n'ont pas encore montré d'éléments probants attestant d'une tendance haussière prolongée. Par conséquent, une orientation très accommodante de la politique monétaire demeure indispensable pour renforcer progressivement les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir l'évolution de l'inflation totale à moyen terme. Il convient de faire encore preuve de patience pour que les forces de relance de l'inflation se traduisent par une dynamique plus forte de l'inflation. Dans le même temps, il a été noté que la volatilité récente de l'IPCH de la zone euro, imputable dans une large mesure aux évolutions des prix de l'énergie, soulignait la nécessité de faire abstraction des évolutions transitoires de l'inflation totale qui n'avaient pas d'implications pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. À cette fin, il est important de s'assurer que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées.

Un large consensus s'est également dégagé sur l'évaluation de M. Praet selon laquelle les conditions financières de la zone euro restaient dans l'ensemble favorables à la poursuite de l'expansion économique et ce, en dépit d'une réévaluation sur les marchés financiers. Malgré l'aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis, les conditions financières se sont resserrées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs début juin, en raison essentiellement d'une appréciation de l'euro et du

mouvement haussier des rendements sur les marchés obligataires, que traduit également la hausse des taux d'intérêt réels.

Il a été indiqué que les conditions financières existantes reflétaient principalement l'amélioration des conditions et des fondamentaux macroéconomiques dans la zone euro. De plus, il a été souligné que les conditions de financement au sens large pour les ménages et les entreprises, notamment les taux débiteurs bancaires et les conditions d'octroi des crédits bancaires, étaient demeurées très favorables dans la zone euro. De plus, les écarts de rendement des obligations du secteur privé et des obligations souveraines ont particulièrement bien résisté à la réévaluation de la courbe des rendements sans risque et se sont même un peu resserrés, suggérant également que cette réévaluation était liée dans une large mesure à une actualité macroéconomique positive.

Dans le même temps, des préoccupations ont été exprimées quant au risque d'une surréaction future des marchés financiers en matière de réévaluation, notamment sur les marchés des changes. Il a été souligné que les conditions de financement toujours favorables ne pouvaient être considérées comme acquises et reposaient dans une large mesure sur le maintien d'une orientation très accommodante de la politique monétaire. Ces conditions de financement très favorables apportent un soutien significatif à la reprise de l'économie de la zone euro et continuent d'être considérées comme nécessaires pour permettre à l'inflation d'augmenter vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Au vu de l'ensemble de ces considérations, les membres du Conseil ont généralement convenu que, dans le contexte actuel, les informations disponibles continuaient d'indiquer qu'il était toujours nécessaire de garantir des progrès convaincants sur la voie d'une convergence durable et auto-entretenu de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Bien que l'inflation évolue progressivement vers cet objectif et que la confiance en cette évolution s'améliore globalement, les signes convaincants d'un redressement plus dynamique des mesures de l'inflation sous-jacente ne sont pas encore visibles. De plus, le scénario de référence pour l'inflation demeure subordonné de manière déterminante à des conditions de financement très souples, qui dépendent dans une large mesure de l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire.

Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur la nécessité persistante de faire preuve de fermeté et de constance dans la conduite de la politique monétaire. L'orientation actuelle de la politique monétaire demeure appropriée. Cela repose notamment sur le maintien de l'ensemble des éléments constitutifs de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs concernant ses taux directeurs et du rythme mensuel prévu pour les achats nets d'actifs.

De façon plus générale, il a été réaffirmé que, globalement, l'orientation accommodante était déterminée par la combinaison de l'ensemble des mesures de politique monétaire mises en œuvre par la BCE. Il a aussi été souligné que l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation devait s'appliquer à la conception d'ensemble et à l'orientation générale de la politique monétaire de la BCE dans son ensemble, et non à des instruments particuliers considérés isolément, comme la durée et le rythme de ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP. Dans le même temps, il a été souligné que le programme d'achats d'actifs demeurerait un instrument essentiel au cas où le Conseil des gouverneurs

constaterait que l'ajustement durable de la trajectoire d'inflation était en péril, sans exclure le recours à d'autres instruments dans le cadre du mandat de la BCE. Dans ce contexte, il a également été suggéré que les effets stocks vs flux des achats d'actifs soient pris en considération.

La nécessité d'adopter une approche progressive et prudente en matière d'ajustement de l'orientation de la politique monétaire et de la communication en fonction de la modification par le Conseil des gouverneurs de son évaluation a été soulignée. L'attention a été attirée sur le fait que, dans l'environnement actuel, les marchés financiers étaient particulièrement sensibles aux informations disponibles. D'un côté, l'amélioration de l'environnement économique pourrait avoir un impact sur les variables financières prospectives. D'un autre côté, le risque existe que les conditions financières se durcissent à un degré non justifié par l'amélioration des conditions économiques et par les perspectives d'inflation. Dans ce contexte, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait acquérir une plus grande marge de manœuvre et davantage de flexibilité pour ajuster sa stratégie et l'orientation accommodante de sa politique monétaire, en tant que de besoin, dans un sens ou dans l'autre.

Il a été suggéré d'envisager de procéder à un ajustement graduel de la communication sur la *forward guidance*, un report trop important de l'ajustement pouvant donner lieu à un décalage entre la communication du Conseil des gouverneurs et son évaluation de l'état de l'économie, ce qui pourrait susciter un accès de volatilité sur les marchés financiers au moment où la communication devrait finalement être modifiée. Toutefois, il a été globalement jugé primordial, à ce stade, d'éviter d'envoyer des signaux pouvant donner lieu à une surinterprétation et s'avérer prématurés. Par conséquent, les membres du Conseil se sont tous accordés pour conserver l'ensemble des éléments constitutifs de la *forward guidance*, suivant la proposition faite par M. Praet. À l'automne, le Conseil des gouverneurs procédera à l'examen de l'orientation future de sa politique monétaire et, en particulier, de sa stratégie en matière d'achats d'actifs au-delà de l'horizon actuellement annoncé.

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

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont tous largement accordés sur les propositions avancées par M. Praet dans son introduction. Il a donc été considéré comme important de souligner que l'expansion économique s'était renforcée et que les risques pesant sur les perspectives de croissance étaient globalement équilibrés. De plus, il a été jugé approprié de souligner que la confiance du Conseil des gouverneurs dans la convergence progressive de l'inflation vers son objectif était renforcée par l'expansion économique en cours. Cependant, tandis que les forces de relance de l'inflation, qui font référence à une reprise de l'inflation à partir de niveaux inférieurs à sa tendance de long terme, ont remplacé les risques déflationnistes, l'expansion économique doit encore se traduire par une dynamique plus forte de l'inflation.

En raison de la grande sensibilité des marchés financiers aux informations, il a été jugé essentiel de faire preuve de constance en matière de communication. Le Conseil des gouverneurs doit trouver un juste équilibre entre, d'une part, exprimer une confiance justifiée dans l'expansion économique, et, d'autre part, souligner la nécessité de continuer à faire preuve de persévérance et de patience dans la conduite de la politique

monétaire. Il était donc important de souligner qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire était encore nécessaire pour renforcer progressivement les tensions inflationnistes sous-jacentes, soutenant l'inflation totale à moyen terme, et rendre la dynamique de l'inflation plus durable et auto-entretenu. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs devait aussi réitérer qu'il demeurerait prêt à ajuster la taille et/ou la durée des achats d'actifs si nécessaire. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la communication du Conseil des gouverneurs devait faire preuve de prudence s'agissant de la date possible de ses délibérations sur l'orientation future de la politique monétaire. Dans l'ensemble, les membres du Conseil se sont mis d'accord sur le fait que la communication sur le moment de la prise de décision devait faire référence à l'automne.

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 a prévu que les taux d'intérêt directs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels 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 rythme mensuel actuel 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.is170720.fr.html>

Communiqué de presse

<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170720.fr.html>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 19-20 juillet 2017

### Membres

M. Draghi, président  
M. Constâncio, vice-président  
M. Cœuré  
M. Costa  
Mme Georghadji\*  
M. Hansson  
M. Jazbec  
M. Knot  
M. Lane  
Mme Lautenschläger  
M. Liikanen  
M. Linde\*  
M. Makúch  
M. Mersch  
M. Nowotny  
M. Praet  
M. Reinesch  
M. Rimšėvičs\*  
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 juillet 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, DG Questions économiques

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

**Personnes accompagnantes**

M. Aucremanne

M. Bradeško

Mme Buch

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Hernández de Cos

M. Kaasik

M. Kuodis

Mme Le Lorier

M. Mooslechner

M. Mrva

M. Pattipeilohy

Mme Rosalino

M. Rutkaste

M. Schoder

M. Stavrou

M. Tavlas

M. Välimäki

**Autres membres du personnel de la BCE**

Mme Graeff, directrice générale Communication

M. Straub, conseiller auprès du président

M. Bindseil, directeur général Opérations de marché

M. 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 5 octobre 2017.